

I

(Beslutninger og resolutioner, henstillinger og udtalelser)

HENSTILLINGER

DET EUROPÆISKE UDVALG FOR SYSTEMISKE RISICI

DET EUROPÆISKE UDVALG FOR SYSTEMISKE RISICIS HENSTILLING

af 7. december 2017

om likviditets- og gearingsrisici i investeringsforeninger

(ESRB/2017/6)

(2018/C 151/01)

DET ALMINDELIGE RÅD FOR DET EUROPÆISKE UDVALG FOR SYSTEMISKE RISICI HAR —

under henvisning til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde,

under henvisning til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1092/2010 af 24. november 2010 om makrotilsyn på EU-plan med det finansielle system og om oprettelse af et europæisk udvalg for systemiske risici⁽¹⁾, særlig artikel 3, stk. 2, litra b), d) og f) og artikel 16 til 18,

under henvisning til Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's afgørelse ESRB/2011/1 af 20. januar 2011 om vedtagelse af forretningsordenen for Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici⁽²⁾, særlig artikel 18 til 20, og

ud fra følgende betragtninger:

- (1) Investeringsforeningssektoren er vokset kraftigt i de sidste ti år, både i Unionen og på globalt plan, og investeringsforeninger tegner sig derfor nu for en større andel af værdipapirmarkedene. Investeringsforeningernes rolle i forbindelse med finansiell formidling forventes at stige yderligere på baggrund af lave renter og balancebegrænsninger i banksektoren i kombination med de ændringer, der følger af udviklingen af kapitalmarkedsunionen. De lovgivende myndigheder har hilst denne udvikling velkommen, da diversificering af de finansielle kilder vil kunne bidrage til at styrke såvel effektiviteten som modstandsdygtigheden af det finansielle system som helhed.
- (2) Der er dog bekymringer for, at investeringsforeningers stigende finansielle formidling vil kunne forstærke en eventuel fremtidig finansiell krise. Mismatch mellem åbne investeringsforeningers likvide aktiver og deres afdragsprofil kan medføre brandudsalg for at imødekomme indløsningsanmodninger i perioder, hvor der er spændinger på markedene. Sådanne brandudsalg vil kunne påvirke andre finansielle markedsdeltagere, der ejer de samme eller nært relaterede aktiver, negativt. Endvidere kan gearing forstærke virkningen af negative markedsbevægelser, da det skaber en eksponering, der overstiger en investeringsforenings aktiver. Ud over sådanne kanaler med indirekte afsmitning kan en investeringsforening sprede risici gennem indbyrdes forbundethed, f.eks. den indbyrdes forbundethed med dens investorer, som er en direkte kanal, hvorigennem stød kan overføres til andre finansielle institutioner.
- (3) Endvidere er investeringsforeninger følsomme over for ændringer i markedsdynamikken og -strukturen. I et lavrentemiljø kan jagten på afkast f.eks. tilskynde til placering af en større andel af investeringerne i mindre likvide aktiver. Der er en risiko for, at stød på makroniveau, såsom et skift i risikopræmier, vil kunne føre til omfattende indløsningsanmodninger fra investeringsforeningsinvestorerne side. Dette kan være særlig udtalt i investeringsforeninger, som har en stor andel af højt gearede og mindre likvide aktiver i deres porteføljer.

⁽¹⁾ EUT L 331 af 15.12.2010, s. 1.

⁽²⁾ EUT C 58 af 24.2.2011, s. 4.

- (4) Medmindre denne risiko forvaltes hensigtsmæssigt, vil nogle investorer endvidere måske gøre brug af en »first mover-fordel«, dvs. at investorer, som indløser før eller i de tidlige faser af en situation med markedsstress, ikke bærer den fulde effekt af en sådan situation med markedsstress, men overlader det til de øvrige investorer at bære byrden.
- (5) Den nuværende lovramme i Unionen omfatter foranstaltninger, der har til formål at reducere investeringsforeningssektorens forstærkende effekter under en finansiel krise og at styrke investeringsforeningers modstandsdygtighed. Lovrammen omfatter Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF⁽¹⁾ og direktiv 2011/61/EU⁽²⁾.
- (6) Både direktiv 2009/65/EF og direktiv 2011/61/EU indeholder krav til likviditetsstyring. Alternative investeringsfonde (AIF'er) skal have indløsningspolitikker, der er i overensstemmelse med likviditetsprofilen for deres investeringsstrategi og regelmæssigt gennemføre stresstest under både normale og ekstraordinære likviditetsforhold. Institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter, UCITS) er omfattet af detaljerede belånbarehedsregler, der regulerer de typer af aktiver, som de har lov til at investere i, og skal gennemføre stresstest efter behov.
- (7) For at imødegå systemiske risici relateret til gearing indeholder direktiv 2009/65/EF og direktiv 2011/61/EU nu hjemmel til at begrænse opbygningen af gearing i investeringsforeninger. Artikel 51, stk. 3, i direktiv 2009/65/EF fastsætter en investeringsgrænse for, hvor stor et investeringsinstituts eksponering mod afledte instrumenter må være, og artikel 83, stk. 2, litra a), i samme direktiv fastsætter et loft for midlertidige lån på 10 %. I henhold til artikel 25, stk. 3, i direktiv 2011/61/EU har de kompetente nationale myndigheder mulighed for at fastsætte gearingsgrænser eller andre restriktioner for forvaltningen af AIF'er. I henhold til artikel 25, stk. 7, i direktiv 2011/61/EU kan Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) endvidere afgøre, at den gearing, der anvendes af en forvalter af en alternativ investeringsfond (FAIF), eller af en gruppe FAIF'er, udgør en væsentlig risiko for det finansielle systems stabilitet og integritet samt yde rådgivning til de kompetente nationale myndigheder, hvorunder de afhjælpende foranstaltninger, der skal træffes, specificeres, herunder grænserne for gearingsniveauet.
- (8) Det er nødvendigt, at de højeste standarder anvendes konsekvent med hensyn til forvaltere af investeringsforeningers kapacitet til at forvalte risici i hele Unionen for at sikre, at lovgivningen begrænser systemiske risici. Der er dokumentation for, at investeringsforeninger har en effektiv risikoforvaltning på mikroprudentielt niveau på basis af den nuværende lovgivningsmæssige ramme. Effektiviteten af denne ramme på makroprudentielt niveau er dog stor set ikke blevet testet. Formålet med denne henstilling er at imødegå systemiske risici relateret til likviditetsmismatch og brugen af gearing i investeringsforeninger. Det vil styrke den makroprudentielle ramme i Unionen, da den finder anvendelse på sektoren for porteføljeforvaltning.
- (9) Henstilling A har til formål at imødegå de risici, der kan opstå, når forvaltere af investeringsforeninger ikke har tilstrækkelige værktøjer til likviditetsstyring, såsom indløsningsgebyrer, indløsningsgates eller mulighed for at suspendere indløsninger midlertidigt. Findes der ikke sådanne værktøjer, vil indløsningspres i perioder med faldende aktivpriser kunne forårsage likviditetsstress i hele systemet og forstærke faldet i aktivpriserne, hvilket kan føre til risici for den finansielle stabilitet. Tilgængeligheden af forskellige værktøjer til likviditetsstyring i alle medlemsstaterne vil øge investeringsforeningsforvalternes mulighed for at håndtere indløsningspres, når markedslikviditeten kommer under pres. Endvidere fremgår det af Henstilling A, at de kompetente nationale myndigheders suspension af indløsninger bør præciseres yderligere.
- (10) Henstilling B har til formål at imødegå og forhindre uforholdsmæssigt store likviditetsmismatch i åbne AIF'er. Visse åbne AIF'er har en stor andel af deres investeringer i aktiver, som i sig selv er mindre likvide. Det gælder bl.a. investeringsforeninger, der investerer i fast ejendom, unoterede værdipapirer, lån og andre alternative aktiver. Der er behov for, at sådanne investeringsforeninger godtgør over for de kompetente nationale myndigheder, såvel under godkendelsesprocessen som efter opnået godkendelse, at de har kapacitet til at opretholde deres investeringsstrategi under stressede markedsvilkår.
- (11) Henstilling C har til formål at fremme en sammenhængende praksis for gennemførelsen af stresstest på investeringsforeningsniveau. Stresstest er værktøjer, der hjælper forvaltere af investeringsforeninger med at identificere potentielle svagheder i en investeringsstrategi og hjælper til med at forberede en investeringsforening på en krise.

⁽¹⁾ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (EUT L 302 af 17.11.2009, s. 32).

⁽²⁾ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF samt forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010 (EUT L 174 af 1.7.2011, s. 1).

Anvendes en stresstest korrekt, som et værktøj til risikostyring og beslutningstagning, bør den mindske likviditetsrisikoen i investeringsforeninger og bidrage til at sænke likviditetsrisici i det finansielle system som helhed. Vejledning i, hvorledes investeringsforeningsforvaltere skal gennemføre stresstest, forventes at reducere likviditetsrisiciene i både investeringsforeningerne og systemet som helhed og styrker enhedernes mulighed for at forvalte likviditeten bedst muligt for investorerne, herunder at undgå overraskelser og deraf følgende nødhandlinger i perioder med uventet stor indløsning.

- (12) Henstilling D har til formål at etablere en harmoniseret indberetningsordning for investeringsinstitutter i hele Unionen. Selv om mange jurisdiktioner i Unionen har indberetningsforpligtelser for investeringsinstitutter, varierer indberetningspraksis meget henset til rapporteringsfrekvens, de investeringsforeninger, der er omfattet, og de data, der indberettes. Manglen på en harmoniseret indberetningsordning er til hinder for at kunne overvåge og foretage en omfattende vurdering af investeringsinstitutternes potentielle bidrag til risici for den finansielle stabilitet. En harmoniseret indberetningsordning for investeringsinstitutter vil også reducere den eksisterende indberetningsineffektivitet for både de kompetente nationale myndigheder og sektoren.
- (13) Henstilling E har til formål at fremme gennemførelsen af artikel 25 i direktiv 2011/61/EU, som omhandler et makroprudentielt værktøj til begrænsning af gearing i AIF'er. Der er behov for en præcisering af brugen af dette værktøj ved at udvikle en fælles metode til sikring af, at de kompetente nationale myndigheder kan anvende værktøjet på en harmoniseret måde. Der bør derfor udarbejdes en vejledning om en ramme til vurdering af gearingsrisici og til udformningen, kalibreringen og gennemførelsen af gearingsgrænser.
- (14) Denne henstilling er fortaler for en forholdsmæssig ramme til styring af de systemiske risici, der kan opstå i eller blive forstærket af investeringsforeningssektoren, samtidig med at de vigtigste indløsningsbetingelser, der tiltrækker investorer til åbne investeringsforeninger og fremmer kollektive investeringer, bevares.
- (15) Denne henstilling tager højde for de igangværende internationale og europæiske initiativer vedrørende makroprudentielle politikker til imødegåelse af risici fra likviditetsmismatch og gearing i investeringsforeninger, herunder navnlig det arbejde, som udføres i Rådet for Finansiell Stabilitet (FSB) og Den Internationale Organisation for Børstilsynsmyndigheder (IOSCO). Den 12. januar 2017 offentliggjorde Rådet for Finansiell Stabilitet henstillinger, som havde til formål at imødegå strukturelle sårbarheder i forbindelse med forvaltning af aktiver, der opstår som følge af likviditetsmismatch og brugen af gearing i investeringsforeninger⁽¹⁾. Som supplement til Rådet for Finansiell Stabilitets arbejde har IOSCO haft til opgave at gennemføre Rådet for Finansiell Stabilitets henstillinger. Denne proces er for nærværende igangværende.
- (16) Med henblik på at gennemføre de makroprudentielle elementer af den nuværende lovgivningsmæssige ramme for investeringsforeninger og sikre, at de kompetente nationale myndigheder konsekvent er denne henstilling delvist adresseret til ESMA med henblik på dennes støttende og koordinerende rolle.
- (17) For at håndtere andre risici, som investeringsforeninger udgør, henstilles det, at Europa-Kommissionen fremsætter forslag til yderligere lovgivningsmæssige tiltag. Det anerkendes, at Kommissionen allerede har sat en gennemgang af lovgivningen på dette område på sin dagsorden. Denne gennemgang vil skabe grundlag for at tage fat på de makroprudentielle spørgsmål, som henstillingerne omhandler.
- (18) Henstillinger fra Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) offentliggøres, efter at Det Almindelige Råd har underrettet Rådet for Den Europæiske Union om sin hensigt herom, og efter at Rådet har haft lejlighed til at svare —

VEDTAGET DENNE HENSTILLING:

AFDELING 1

HENSTILLINGER

Henstilling A — Likviditetsstyringsværktøjer til indløsning

1. Det henstilles, at Kommissionen fremsætter forslag om, at EU-lovgivningen skal omfatte en fælles EU-retlig ramme, hvorefter yderligere værktøjer til likviditetsstyring (a-LMT'er) skal indgå i udformningen af investeringsforeninger, der etableres et hvilket som helst sted i Unionen, således at beslutningen om, hvilke a-LMT'er, der skal indgå i stiftelsesdokumenterne for eller i andre oplysninger forud for indgåelsen af kontrakt vedrørende investeringsforeninger, træffes individuelt af den enkelte enhed, der er ansvarlig for forvaltningen.

⁽¹⁾ Rådet for Finansiell Stabilitet, »Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities«, januar 2017.

2. Det henstilles, at Kommissionen fremsætter forslag om, at EU-lovgivningen skal omfatte yderligere bestemmelser, der nærmere angiver de kompetente nationale myndigheders rolle, når de udøver deres beføjelse til at suspendere indløsning i situationer, hvor der er grænseoverskridende negative konsekvenser for den finansielle stabilitet.
3. Det henstilles, at Kommissionen fremsætter forslag om, at EU-lovgivningen skal indeholde bestemmelser om ESMA's generelle støttende, rådgivende og koordinerende rolle i forbindelse med de kompetente nationale myndigheders beføjelse til at suspendere indløsning i situationer, hvor der er grænseoverskridende negative konsekvenser for den finansielle stabilitet, i overensstemmelse med Henstilling A(2).

Henstilling B — Yderligere bestemmelser til reduktion af sandsynligheden for uforholdsmæssigt store likviditetsmismatch

Det henstilles, at Kommissionen fremsætter forslag om, at EU-lovgivningen skal indeholde foranstaltninger, der begrænser det omfang, hvormed brugen af likviditetsomdannelse i åbne AIF'er kan bidrage til opbygning af systemiske risici eller risiko for uro på markederne.

Henstilling C — Stresstest

For at fremme tilsynsmæssig konvergens henstilles det, at ESMA udarbejder en vejledning til, hvilken praksis forvaltere skal følge, når de gennemfører stresstest af likviditetsrisikoen for individuelle AIF'er og investeringsinstitutter.

Henstilling D — Investeringsinstitutters rapportering

1. Det henstilles, at Kommissionen fremsætter forslag om, at der i henhold til EU-lovgivningen fastsættes et krav om, at investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber regelmæssigt skal indberette data, særligt med hensyn til likviditetsrisiko og gearing, til den kompetente myndighed, og at disse data også skal fremsendes til den pågældende kompetente nationale myndighed, hvis denne ikke er den kompetente myndighed for investeringsinstitutters rapportering.
2. Det henstilles, at Kommissionen fremsætter forslag om, at dataene nævnt i Henstilling D(1) indberettes inden for en indberetningsordning, hvorefter en tilstrækkelig stor andel, set ud fra et perspektiv om finansiell stabilitet, indberettes mindst hvert kvartal af alle investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber. Som minimum bør en tilstrækkelig undergruppe af dataene indberettes på årsbasis af en repræsentativ andel af alle investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber.
3. Det henstilles, at Kommissionen fremsætter forslag om, at de kompetente nationale myndigheder gør dataene nævnt i Henstilling D(1) tilgængelige for de kompetente nationale myndigheder i andre relevante medlemsstater samt ESMA og ESRB.

Henstilling E — Vejledning til artikel 25 i direktiv 2011/61/EU

1. Det henstilles, at ESMA vejleder om rammen til vurdering af det omfang, hvormed brugen af gearing i AIF-sektoren bidrager til opbygning af systemiske risici i det finansielle system.
2. Det henstilles, at ESMA vejleder om udformningen, kalibreringen og gennemførelsen af makroprudentielle gearingsgrænser.
3. Det henstilles, at ESMA vejleder om, hvorledes de kompetente nationale myndigheder skal underrette ESMA, ESRB og andre kompetente nationale myndigheder om deres hensigt om at gennemføre makroprudentielle foranstaltninger i henhold til artikel 25, stk. 3, i direktiv 2011/61/EU.
4. Det henstilles, at ESMA anvender de informationer, som denne modtager fra de kompetente nationale myndigheder i henhold til artikel 25, stk. 3, i direktiv 2011/61/EU, til at fastsætte benchmark for og dele viden med de nationale makroprudentielle myndigheder og ESRB vedrørende praksis med hensyn til brugen af gearingsgrænser og pålæggelsen af andre restriktioner for forvaltningen af AIF'er.

AFDELING 2

GENNEMFØRELSE

1. Definitioner

1. I denne henstilling gælder følgende definitioner:

- a) »yderligere værktøjer til likviditetsstyring« (a-LMT'er) (additional liquidity management tools — a-LMT): værktøjer, der til enhver tid hjælper åbne investeringsinstitutter og institutter for kollektiv investering samt deres forvaltere med at styre anmodninger om indløsning hensigtsmæssigt og effektivt, særligt under stressede markedsvilkår. Disse værktøjer bør omfatte efter-hændelses-foranstaltninger såsom suspension af indløsninger eller udskudte indløsninger (»gates/varselfrister, der kan forlænges), og forebyggende foranstaltninger såsom fordeling af handelsomkostninger på tegnende/indløsende investorer (»swing pricing«/anti-dilution-opkrævninger)

- b) »alternative investeringsfonde« (AIF'er) (alternative investment funds — AIFs): kollektive investeringsvirksomheder som defineret i artikel 4, stk. 1, litra a), i direktiv 2011/61/EU
 - c) »forvaltere af alternative investeringsfonde« (FAIF'er) (alternative investment fund managers — AIFMs): har samme betydning som i artikel 4, stk. 1, litra b), under forbehold af udelukkelse i artikel 2, stk. 3, og undtagelserne i artikel 3 i direktiv 2011/61/EU
 - d) »FAIF'er, der forvalter åbne AIF'er« (AIFMs of open-ended AIFs): de forvaltere, som er omfattet af kategorien defineret i artikel 1, stk. 2, i Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 694/2014⁽¹⁾
 - e) »enhed ansvarlig for forvaltning« (entity responsible for management): i) et administrationsselskab som defineret i artikel 2, stk. 1, litra b), i direktiv 2009/65/EF, ii) et investeringsinstitut oprettet som et investeringsselskab, der ikke har udpeget et administrationsselskab i henhold til direktiv 2009/65/EF, iii) en FAIF som anført i artikel 4, stk. 1, litra b), i direktiv 2011/61/EU og iv) en internt forvaltet AIF oprettet som et investeringsselskab, der ikke har udpeget en FAIF som omhandlet i artikel 5, stk. 1, litra b), i direktiv 2011/61/EU
 - f) »gearing« (leverage): en metode, som en investeringsforening anvender til at øge sin eksponering ud over foreningens aktiver, hvad enten dette sker ved hjælp af lån af kontante midler eller værdipapirer eller gearing indeholdt i derivatpositioner eller ved andre midler
 - g) »kompetent national myndighed« (national competent authority — NCA): den kompetente myndighed som defineret i artikel 2, stk. 1, litra h), i direktiv 2009/65/EF eller i artikel 4, stk. 1, litra f), i direktiv 2011/61/EU, alt efter omstændighederne
 - h) »systemisk risiko« (systemic risk): har samme betydning som i artikel 2, litra c), i forordning (EU) nr. 1092/2010
 - i) »institut for kollektiv investering i værdipapirer« (investeringsinstitut) (undertaking for collective investment in transferable securities — UCITS): et institut som defineret i artikel 1, stk. 2, i direktiv 2009/65/EF, der er godkendt i overensstemmelse med direktivets artikel 5
 - j) »investeringsinstituts administrationsselskab« (UCITS management company): har samme betydning som i artikel 2, stk. 1, litra b), i direktiv 2009/65/EF.
2. Bilag I og II udgør en integreret del af denne henstilling. I tilfælde af modstrid mellem hovedteksten og bilagene har hovedteksten forrang.

2. Kriterier for gennemførelse

1. Følgende kriterier gælder for gennemførelsen af denne henstilling:
 - a) henstillingen omfatter AIF'er, FAIF'er, investeringsinstitutter og administrationsselskaber,
 - b) regelarbitrage bør undgås,
 - c) der bør tages behørigt hensyn til proportionalitetsprincippet henset til målet og indholdet af hver enkelt henstilling,
 - d) overholdelseskriterierne fastsat i bilag I.
2. Adressaterne anmodes om at aflægge rapport til ESRB og Rådet om de foranstaltninger, som de har truffet på baggrund af denne henstilling, eller i givet fald at begrunde undladelsen af at gennemføre foranstaltninger. Rapporterne bør som minimum indeholde:
 - a) oplysninger om indhold og tidsfrister for de trufne foranstaltninger, herunder foranstaltninger truffet over for de europæiske tilsynsmyndigheder, hvor det er relevant,
 - b) en vurdering af de trufne foranstaltningers funktion set i lyset af målene med denne henstilling,
 - c) en detaljeret begrundelse for undladelsen af at træffe foranstaltninger eller fravigelse fra denne henstilling, herunder forsinkelser.

3. Tidsfrister for opfølgning

Adressaterne anmodes om at aflægge rapport til ESRB og Rådet om de foranstaltninger, som de har truffet på baggrund af denne henstilling, eller i givet fald at begrunde undladelsen af at gennemføre foranstaltninger under iagttagelse af følgende tidsplaner:

1. Henstilling A

Kommissionen anmodes om senest den 31. december 2020 at aflægge rapport til ESRB og Rådet om gennemførelsen af henstilling A(1), A(2) og A(3).

⁽¹⁾ Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 694/2014 af 17. december 2013 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder til bestemmelse af typer af forvaltere af alternative investeringsfonde (EUT L 183 af 24.6.2014, s. 18).

2. Henstilling B

Kommissionen anmodes om senest den 31. december 2020 at aflægge rapport til ESRB og Rådet om gennemførelsen af henstilling B.

3. Henstilling C

ESMA anmodes om senest den 30. juni 2019 at aflægge rapport til ESRB og Rådet om den i henstilling C omhandlede vejledning.

4. Henstilling D

Kommissionen anmodes om senest den 31. december 2020 at aflægge rapport til ESRB og Rådet om gennemførelsen af henstilling D(1), D(2) og D(3).

5. Henstilling E

- a) ESMA anmodes om senest den 30. juni 2019 at aflægge rapport til ESRB og Rådet om den i henstilling E(1), E(2) og E(3) omhandlede vejledning.
- b) Fra den 31. december 2019 anmodes ESMA om at fremsende de i henstilling E(4) omhandlede oplysninger til de nationale makroprudentielle myndigheder og ESRB mindst én gang årligt.

4. Overvågning og vurdering

1. ESRB's sekretariat:

- a) bistår adressaterne ved at fremme en koordineret rapportering, udarbejde relevante skemaer og, om nødvendigt, ved at give en detaljeret beskrivelse af procedurerne og tidsfristerne for opfølgning,
- b) kontrollerer adressaternes opfølgning, bistår dem på anmodning og aflægger rapport om opfølgningen til Det Almindelige Råd via Styringskomitéen.

2. Det Almindelige Råd vurderer de foranstaltninger og begrundelser, som adressaterne har rapporteret, og træffer, i givet fald, afgørelse med hensyn til, om denne henstilling ikke er blevet fulgt, og om en adressat ikke har givet en tilfredsstillende begrundelse for at have undladt at træffe foranstaltninger.

Udfærdiget i Frankfurt am Main, den 7. december 2017.

Francesco MAZZAFERRO

Leder af ESRB's sekretariat, på vegne af ESRB's Almindelige Råd

BILAG I

OVERHOLDELSKRITEIER FOR HENSTILLINGERNE

Henstilling A

For **Henstilling A** gælder følgende overholdelseskriterier.

A(1) — Tilgængelighed af yderligere værktøjer til likviditetsstyring

EU-lovgivningen bør sikre, at en lang række yderligere værktøjer til likviditetsstyring (a-LMT'er) er til rådighed ved lov i Unionen, men det anerkendes, at formueforvalterne bør bære det primære ansvar for at aktivere og gennemføre a-LMT'er, og at visse af værktøjerne ikke vil være egnede til eller nødvendige for alle typer af åbne investeringsforeninger. Formålet med a-LMT'erne er at støtte åbne alternative investeringsfonde (AIF'er) og institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter, UCITS) samt deres forvaltere, således at de til enhver tid har mulighed for at styre anmodninger om indløsning på en hensigtsmæssig og effektiv måde, særligt under stressede markedsvilkår.

Kommissionens foreslåede ændringer til den relevante EU-lovgivning bør omfatte en forpligtelse til, at:

- a) forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF'er) i åbne AIF'er og investeringsinstitutters administrationsselskaber vurderer alle tilgængelige a-LMT'er, herunder specifikt hvilke af dem der er egnede til den investeringsstrategi, der forfølges i de fonde, de forvalter, og som bør indgå i deres stiftelsesdokumenter eller andre oplysninger forud for indgåelsen af kontrakt for at kunne udøves under både normale og stressede markedsvilkår, og at de giver investorerne tilstrækkelig gennemsigtighed med hensyn til sådanne værktøjer,
- b) FAIF'er i åbne AIF'er og investeringsinstitutters administrationsselskaber som minimum inkluderer en beføjelse til at suspendere indløsninger, navnlig under stressede markedsvilkår, i stiftelsesdokumenterne eller andre oplysninger forud for indgåelsen af kontrakt i de fonde, de forvalter,
- c) FAIF'er i åbne AIF'er og investeringsinstitutters administrationsselskaber sikrer, at den nødvendige operationelle kapacitet og de nødvendige nødplaner er tilgængelige med henblik på rettidig aktivering af et hvilket som helst a-LMT, de måtte anvende,
- d) FAIF'er i åbne AIF'er og investeringsinstitutters administrationsselskaber aflægger rapport til de kompetente nationale myndigheder om gennemførelsen og anvendelsen af a-LMT'er under stressede markedsvilkår,
- e) Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) udarbejder en vejledning, under hensyntagen til Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) udtalelse om makroprudentielle spørgsmål, som omfatter:
 - i. definitioner af og egenskaber ved a-LMT'er,
 - ii. kriterierne for den under punkt A(1)(a) omhandlede egnethedsvurdering,
 - iii. gennemsigtighedskravene for a-LMT'erne etableret i henhold til punkt A(1)(a),
 - iv. principper på højt niveau om, hvorledes a-LMT'erne skal gennemføres i fondenes likviditetsstyringsproces,
 - v. hvorledes potentielle uønskede konsekvenser ved anvendelse af a-LMT'er kan vurderes og håndteres,
 - vi. kravet om at aflægge rapport til de kompetente nationale myndigheder i henhold til punkt A(1)(d), og
 - vii. graden af gennemsigtighed i forhold til investorer, når a-LMT'er aktiveres og under anvendelsen af disse.

Vejledningen bør tage højde for den nødvendige udarbejdelse af nødplaner, der bør ske på forhånd, som krævet i henhold til punkt A(1)(c), for at gøre det muligt at aktivere sådanne a-LMT'er omgående og effektivt.

A(2) — Yderligere bestemmelser om de kompetente nationale myndigheders suspension af indløsninger med grænseoverskridende konsekvenser for den finansielle stabilitet

Kommissionens foreslåede ændringer til den relevante EU-lovgivning bør omfatte:

- a) en præcisering af de kompetente nationale myndigheders respektive roller og samarbejdet mellem disse med hensyn til suspending af indløsninger af hensyn til den grænseoverskridende finansielle stabilitet, hvor AIF'en eller investeringsinstituttet er etableret i én medlemsstat, men har en FAIF eller et investeringsinstituts administrationsselskab etableret i en anden medlemsstat, dvs. grænseoverskridende virkninger,

- b) en forpligtelse for de kompetente nationale myndigheder, når de udøver deres beføjelse til at iværksætte suspension af indløsninger af hensyn til den grænseoverskridende finansielle stabilitet, til at underrette andre relevante kompetente nationale myndigheder, ESMA og ESRB, før disse beføjelser udøves.

A(3) — Yderligere bestemmelser om ESMA's rolle i forhold til de kompetente nationale myndigheders suspension af indløsninger med grænseoverskridende konsekvenser for den finansielle stabilitet

Kommissionens foreslåede ændringer til den relevante EU-lovgivning bør omfatte en forpligtelse for ESMA til at sikre, at denne udfylder en generel støttende, rådgivende og koordinerende rolle i forhold til de kompetente nationale myndigheders beføjelse til at suspendere indløsninger, i tilfælde hvor der er grænseoverskridende virkninger for den finansielle stabilitet.

Henstilling B

For **Henstilling B** gælder følgende overholdelseskriterier.

Kommissionens foreslåede ændringer til den relevante EU-lovgivning bør omfatte følgende:

- a) ESMA bør gives beføjelse til at udarbejde og opdatere en liste over aktiver, som i sig selv er mindre likvide, på grundlag af ESMA's egen analyse, under hensyntagen til ESRB's udtalelser om makroprudentielle spørgsmål og Den Europæiske Banktilsynsmyndigheds og Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordningers udtalelser om spørgsmål relateret til konsekvens på tværs af sektorer. Under udarbejdelsen af denne liste bør ESMA som minimum tage fast ejendom, noterede værdipapirer, lån og andre alternative aktiver, der i sig selv synes at være mindre likvide, i betragtning. Analysen bør bl.a. tage højde for den tid, det vil tage at likvidere disse aktiver under stressede markedsvilkår,
- b) et krav om, at FAIF'er for åbne AIF'er, hvis mål det er at foretage betydelige investeringer i aktiver, der indgår på listen over aktiver, der i sig selv er mindre likvide, som anført under punkt B(a), godtgør over for de kompetente nationale myndigheder, at de har kapacitet til at opretholde deres investeringsstrategi under forudselige markedsvilkår. Vurderingen bør bl.a. omfatte skræddersyede indløsningspolitikker, gennemførelse af a-LMT'er og/eller interne grænser for aktiver, der indgår på listen over aktiver, der i sig selv er mindre likvide under punkt B(a). Anvendes sådanne interne grænser, bør oplysning herom fremsendes til de kompetente nationale myndigheder ved de pågældende fondes oprettelse og derefter i alle tilfælde, hvor disse grænser ændres. Videregivelse af oplysningerne til investorerne bør også ske baseret på vejledning, som udarbejdes af ESMA,
- c) en skønsbeføjelse til at pålægge overgangsbestemmelser for FAIF'er for åbne AIF'er, som specificerer tidsfristen for overholdelse af lovgivningen, når aktiver tilføjes til listen over aktiver, der i sig selv er mindre likvide, under punkt B(a), og når interne grænser overtrædes, hvor det er hensigtsmæssigt, for at undgå utilsigtede skadelige effekter.

Henstilling C

For **Henstilling C** gælder følgende overholdelseskriterier.

ESMA's vejledning om likviditetsstresstest bør omfatte, men ikke være begrænset til:

- a) udformningen af scenarier for likviditetsstresstest,
- b) politikken for likviditetsstresstest, herunder intern brug af resultaterne af likviditetsstresstesten,
- c) overvejelser med hensyn til aktiv- og passividen på investeringsforeningers balancer, og
- d) tidsfrister og frekvens for, hvorledes individuelle investeringsforeninger skal gennemføre likviditetsstresstest.

Vejledningen bør baseres på kravene til stresstestning, som er fastsat i direktiv 2011/61/EU, og måden hvorpå, markedsdeltagerne foretager stresstest.

Henstilling D

For **Henstilling D** gælder følgende overholdelseskriterier.

D(1) — Rapporteringsforpligtelser for investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationsselskaber

Kommissionens foreslåede ændringer til den relevante EU-lovgivning bør omfatte rapporteringsforpligtelser, der både omfatter forvalter- og foreningsspecifikke data, samtidig med at de også afspejler de særlige egenskaber ved investeringsinstitutter. De indberettede data bør gøre det muligt at foretage en tilstrækkelig overvågning af de potentielle sårbarheder, der kan bidrage til at skabe systemiske risici og bør som minimum omfatte:

- a) værdien af de forvaltede aktiver for alle investeringsinstitutter, der forvaltes af et administrationsselskab,
- b) handlede instrumenter og individuelle eksponeringer,

- c) investeringsstrategi,
- d) global eksponering/gearing,
- e) stresstestning,
- f) effektive porteføljevaltnings teknikker,
- g) modpartsrisici/sikkerhed,
- h) likviditetsrisiko
- i) kreditrisiko og
- j) handelsvolumener.

Kommissionen bør, hvor det er hensigtsmæssigt, fremsætte forslag om en harmonisering af de samlede rapporteringskrav for investeringsforeninger og deres forvaltere, navnlig af den anbefalede rapportering for investeringsinstitutter og de foranstaltninger, der allerede er gennemført med henblik på rapportering i henhold til direktiv 2011/61/EU. I den forbindelse bør Kommissionen også tage hensyn til rapporteringskravene i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1131⁽¹⁾. En sådan harmonisering bør gøre det muligt at anvende de eksisterende rapporteringsplatforme, opnå synergier og undgå, at aktivforvalterne pålægges uforholdsmæssigt store byrder.

Kommissionens ændringer til EU-lovgivningen bør endvidere omfatte en bestemmelse om, at hvis den kompetente nationale myndighed for investeringsinstituttets administrationselskab ikke er den samme som for investeringsinstituttet selv, skal investeringsinstituttets administrationselskab på anmodning også fremsende de indberettede oplysninger til den kompetente nationale myndighed for investeringsinstituttet.

D(2) — Hyppighed og dækning af rapporteringsforpligtelser for investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber

Kommissionens foreslåede ændringer til EU-lovgivningen bør omfatte følgende krav:

- a) dataene, som er omhandlet i Henstilling D(1), indberettes som minimum hvert kvartal for at gøre det muligt at foretage en effektiv overvågning af risici for den finansielle stabilitet, samtidig med at der tages højde for hensynet til forholdsmæssighed for de enheder, der er omfattet af indberetningspligten,
- b) de samlede aktiver, som forvaltes af administrationselskabet, og aktiverne, som forvaltes af individuelle investeringsinstitutter, bør tages i betragtning ved fastsættelsen af omfanget af indberetningen for derved at sikre, at en tilstrækkelig stor andel af sektoren er omfattet af indberetningen for at imødegå risici for den finansielle stabilitet.

D(3) — Harmoniseret rapportering og udveksling af oplysninger

Kommissionens foreslåede ændringer til EU-lovgivningen bør omfatte en forpligtelse til, at oplysningerne nævnt i Henstilling D(1) gøres tilgængelige for de kompetente nationale myndigheder i andre relevante medlemsstater samt ESMA og ESRB for at sikre, at investeringsinstitutters datarapportering harmoniseres med den i direktiv 2011/61/EU omhandlede praksis for udveksling af oplysninger. I den forbindelse bør Kommissionen også tage rapporteringskravene i henhold til forordning (EU) 2017/1131 i betragtning.

Henstilling E

For **Henstilling E** gælder følgende overholdelseskriterier.

E(1) — Vurdering af systemiske risici relateret til gearing

ESMA's vejledning bør omfatte:

- a) et fælles sæt indikatorer, som de kompetente nationale myndigheder som minimum skal tage i betragtning ved deres vurdering,
- b) instruktioner til, hvorledes indikatorerne omhandlet i punkt E(1)(a) skal beregnes på grundlag af rapporteringsdata i henhold til artikel 24 i direktiv 2011/61/EU, og
- c) kvalitative og, hvor det er muligt, kvantitative beskrivelser af, hvorledes indikatorerne skal fortolkes inden for rammerne af vurderingen.

⁽¹⁾ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1131 af 14. juni 2017 om pengemarkedsforeninger (EUT L 169 af 30.6.2017, s. 8).

Det i punkt E(1)(a) nævnte fælles sæt indikatorer bør:

- 1) gøre det muligt at vurdere niveauet for, kilden til og forskellige former for brug af gearing,
- 2) gøre det muligt at vurdere de primære kanaler, hvorigennem systemiske risici kan materialisere sig, dvs. brandudsalg, direkte afsmitning på finansielle institutioner og afbrydelse af kreditformidling, samt
- 3) være køreklar og tilstrækkelige til, at de kompetente nationale myndigheder kan informere EMSA, i forbindelse med dennes rådgivning i henhold til artikel 25, stk. 6, i direktiv 2011/61/EU og principperne, som er fastsat i artikel 112 i Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 231/2013 ⁽¹⁾, hvorvidt betingelserne for at pålægge gearingsgrænser eller andre restriktioner for forvaltningen af AIF'er er opfyldt.

E(2) — Makroprudentielle gearingsgrænser

ESMA's vejledning bør omfatte:

- a) en beskrivelse af de forskellige typer af gearingsgrænser, herunder en vurdering af deres effektivitet og egnethed til at begrænse uforholdsmæssig gearing,
- b) et sæt principper, som de kompetente nationale myndigheder skal lægge til grund ved kalibreringen af gearingsgrænser. Som minimum bør disse principper omfatte samtlige følgende: i) en angivelse, hvorefter gearingsgrænserne skal baseres på de i direktiv 2011/61/EU fastsatte gearingsforanstaltninger, ii) kriterier for anvendelse af gearingsgrænser og iii) principper vedrørende periodisk gennemgang af gearingsgrænserne,
- c) et sæt principper, som de kompetente nationale myndigheder skal lægge til grund, når de overvejer at pålægge gearingsgrænser, der som minimum omfatter samtlige følgende: i) principper for en afbalanceret tilgang mellem regelbaseret og skønsbaseret fastsættelse af gearingsgrænser, ii) principper vedrørende samspillet med andre politikforanstaltninger og iii) principper for koordinering mellem EU-myndighederne.

E(3) — Underrettningsprocedure

Vejledningen udarbejdet af ESMA skal gøre det muligt for de kompetente nationale myndigheder at underrette ESMA, ESRB og andre relevante kompetente nationale myndigheder. Navnlig bør vejledningen omfatte, men ikke være begrænset til, en effektiv arbejdsprocedure og skabeloner til underrettningsbreve samt rapporteringskrav med hensyn til de kompetente nationale myndigheders vurdering af behovet for at gennemføre makroprudentielle foranstaltninger i henhold til artikel 25, stk. 3, i direktiv 2011/61/EU.

E(4) — Benchmarking

ESMA bør en gang årligt dele følgende med de nationale makroprudentielle myndigheder og ESRB:

- a) eventuelle resultater af benchmarkingtiltaget,
- b) en evt. praksis med hensyn til brugen af gearingsgrænser og påleggelsen af andre restriktioner for forvaltningen af AIF'er under anvendelse af oplysninger modtaget fra de kompetente nationale myndigheder i henhold til artikel 25, stk. 3, i direktiv 2011/61/EU.

⁽¹⁾ Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 231/2013 af 19. december 2012 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU for så vidt angår undtagelser, generelle vilkår for drift, depositarer, gearing, gennemsigtighed og tilsyn (EUT L 83 af 22.3.2013, s. 1).

BILAG II

ØKONOMISK BAGGRUND OG VURDERING

INDHOLDSFORTEGNELSE

	<i>Side</i>
Forkortelser	12
I. Indledning	13
II. ESRB's henstilling om likviditets- og gearingsrisici i investeringsforeninger	17
II.1. Henstilling A — Likviditetsstyringsværktøjer til indløsning	17
II.1.1. Økonomisk baggrund og tilsigtede effekter	17
Henstilling A(1) — Tilgængelighed af yderligere værktøjer til likviditetsstyring	17
Henstilling A(2) og A(3) — Yderligere bestemmelser om de kompetente nationale myndigheder og om ESMA's rolle i forhold til de kompetente nationale myndigheders suspension af indløsninger med grænseoverskridende konsekvenser for den finansielle stabilitet	21
II.1.2. Utilsigtede effekter	22
II.2. Henstilling B — Yderligere bestemmelser til reduktion af sandsynligheden for uforholdsmæssigt store likviditetsmismatch	22
II.2.1. Økonomisk baggrund og tilsigtede effekter	22
II.2.2. Utilsigtede effekter	30
II.3. Henstilling C — Stresstest	31
II.3.1. Økonomisk baggrund og tilsigtede effekter	31
II.3.2. Utilsigtede effekter	34
II.4. Henstilling D — Investeringsinstitutters rapportering	35
II.4.1. Økonomisk baggrund og tilsigtede effekter	35
Henstilling D(1) — Rapporteringsforpligtelser for investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber	35
Henstilling D(2) — Hyppighed og dækning af rapporteringsforpligtelser for investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber	38
Henstilling D(3) — Harmoniseret rapportering og udveksling af oplysninger	39
II.4.2. Utilsigtede effekter	39
II.5. Henstilling E — Vejledning til artikel 25 i direktiv 2011/61/EU	40
II.5.1. Økonomisk baggrund og tilsigtede effekter	40
Henstilling E(1) — Vurdering af gearingsrelateret systemisk risiko	40
Henstilling E(2) — Makroprudentielle gearingsgrænser	45
Henstilling E(3) — Underrettningsprocedure	48
Henstilling E(4) — Benchmarking	48
II.5.2. Utilsigtede effekter	48
Litteraturliste	49
Tillæg	52

Forkortelser

a-LMT	yderligere likviditetsstyringsværktøjer
AIF	alternativ investeringsfond
FAIF	forvalter af alternativ investeringsfond
CESR	Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg.
EBA	Den Europæiske Banktilsynsmyndighed
ECB	Den Europæiske Centralbank
EØS	Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde
ESCB	Det Europæiske System af Centralbanker
ESMA	Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed.
ESRB	Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici
EU	Den Europæiske Union
FSB	Rådet for Finansiell Stabilitet
IOSCO	Den Internationale Børstilsynsorganisation
NAV	nettoaktivværdi
OTC	over-the-counter
SEC	Securities and Exchange Commission (det amerikanske børstilsyn)
UCITS	undertakings for collective investments in transferable securities

I dette bilag gøres rede for baggrunden for ESRB's henstillinger med det sigte at fremme deres gennemførelse i EU. De enkelte henstillinger gennemgås nærmere, og der gøres rede for den økonomiske baggrund og vurdering i forbindelse med hver enkelt henstilling, herunder mulige tilsigtede og utilsigtede effekter og den potentielle indvirkning på markedet. Der er til analysen gjort udstrakt brug af forsknings- og politiske publikationer, national lovgivning og resultater af undersøgelser fra ESMA, ESRB og IOSCO (f.eks. vedrørende tilgængeligheden og anvendelsen af likviditetsstyringsværktøjer, anvendelsen af gearing i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF⁽¹⁾ og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU⁽²⁾ samt investeringsforeningernes forvalteres stresstestpraksis).

I. Indledning

Strukturelle betragtninger

Unionens investeringsforeningssektor er vokset markant i de seneste år. Siden 2008 er EU-baserede investeringsforeningers samlede nettoaktiver mere end fordoblet fra 6,2 billioner til 15,3 billioner euro i 3. kvartal 2017⁽³⁾. Det bør også bemærkes, at europæiske AIF'er størrelsesmæssigt er mere end tredoblet, fra 1,6 billioner til 5,8 billioner euro⁽⁴⁾. I takt med at investeringsforeningssektoren bliver en større del af det samlede finansielle marked, bliver styringen af systemiske risici inden for denne sektor også mere relevant.

Investeringsforeningernes potentielle adfærd som reaktion på markedsstress varierer meget. Investeringsforeninger er kun én af flere større investortyper på de finansielle markeder — andre typer er banker, forsikringsselskaber, pensionskasser, detailinvestorer, family offices, formålsbestemte statsejede investeringsfonde og forskellige former for formidlere. Hver enkelt type har sine helt egne adfærdsmønstre. Investeringsforeninger er typisk kendetegnet ved, at de samler midler fra mange forskellige slutinvestorer og kanaliserer denne investering ind i markedet gennem en kollektiv investeringsstruktur. Denne egenskab betyder, sammen med de fleste investeringsforeningers egenskab af »åbne« foreninger (dvs. at slutinvestorerne kan trække deres investering ud af foreningen, før de underliggende aktiver forfalder), at investeringsforeningernes potentielle adfærd under markedsstress kan være meget forskelligartet. En mulighed, der er værd at nævne, er, at en investeringsforening, eller en underafdeling af en investeringsforening, som reaktion på markedsstress og investorernes heraf følgende indløsningsadfærd sælger aktiver i stor målestok på et vigende marked og herved forværrer markedsstødet og bidrager til finansiell ustabilitet.

Investeringsforeninger opretholder normalt deres investeringsstrategi ved markedsstød. Med undtagelse af visse AIF'er anvender investeringsforeninger typisk lav gearing⁽⁵⁾. Foreninger, som ikke oplever indløsningspres, vil i så fald normalt beholde deres aktiver og måske endog anvende en opportunistisk tilgang og forsøge at købe aktiver, når kursene falder, og herved frembringe en kontracyklisk effekt.

Risikokilder

Den primære årsag til, at foreninger muligvis ville reagere anderledes og sælge aktiver på et vigende marked under et markedschok, ville være en uventet høj indløsnings efterspørgsel. Selv om dette ikke har været det typiske mønster gennem tiden, har der været enkelte tilfælde med en høj indløsnings efterspørgsel i forbindelse med markedsstress. Endvidere er en investeringsforenings tidligere adfærdsmønster ikke nødvendigvis nogen rettesnor for dens fremtidige adfærd. Derfor kan man ikke være sikker på, at situationer med en høj indløsnings efterspørgsel også fremover vil være sjældne eller enkeltstående tilfælde. En af grundene til, at der kan være en høj indløsnings efterspørgsel i perioder med markedsstress, er, at investeringsforeninger ikke udelukkende fungerer som formidlere af ikke-gærede, langsigtede investeringer i kapitalandele. Foreningerne anvendes også sommetider af investorer, der har kortere perspektiver, og disse investorers andel kan variere betydeligt afhængig af andre faktorer, der har indflydelse på markedet. Dette giver mulighed for betydelig større systemisk risiko inden for sektoren, end hvis et højt indløsningsniveau kun opstod i sjældne eller enkeltstående tilfælde. Efterhånden som sektoren bliver større, bliver denne faktor også et mere fremtrædende kendetegn ved systemisk risiko generelt set.

⁽¹⁾ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (EUT L 302 af 17.11.2009, s. 32).

⁽²⁾ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF samt forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010 (EUT L 174 af 1.7.2011, s. 1).

⁽³⁾ »Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017«, European Fund and Asset Management Association, december 2017.

⁽⁴⁾ Det bemærkes, at AIF'er siden 2014 er blevet klassificeret efter den retlige definition i direktiv 2011/61/EU. Siden da er nettoaktiverne vokset med over 25 pct.

⁽⁵⁾ European Systemic Risk Board, »EU Shadow Banking Monitor«, nr. 2, maj 2017.

Den anden store kilde til systemisk risiko er, at der er incitament til at foretrække afkast frem for likviditet eller øge gearingen for at kunne tilbyde investorerne et attraktivt afkast. Jo mere gearet en investeringsforening er, desto mindre sandsynligt er det, at den er modstandsdygtig i perioder med markedsstress. Og jo mere en investeringsforening foretrækker afkast frem for likviditet, desto mindre rustet er den måske til at håndtere kraftige stigninger i indlønningsefterspørgslen på en velordnet måde. Denne adfærd kan blive forstærket, hvis foreningens præferencer ikke er tydelige for potentielle investorer, enten fordi de aktiver, der investeres i, ser ud til at være likvide, selv om likviditeten ikke er robust, eller fordi gearingen er indbygget i afledte instrumenter, og dens størrelse ikke er gennemsigtig.

Den tredje kilde til systemisk risiko er den måde, indløsningsmekanismen fungerer på. Åbne investeringsforeninger kan medføre »first mover«-fordele, hvorved investorer, der indløser deres andele, ikke bærer de fulde omkostninger ved tidlig indløsning, der i stedet overvælttes på de øvrige andelsindehavere. For investeringsforeningernes forvaltere er der også et omdømmemæssigt spørgsmål i denne forbindelse, som kan medføre, at de tøver med at suspendere indløsninger, også selv om dette ville være i investorernes interesse, samtidig med at de skal styre en balancegang mellem at sikre likviditet til de investorer, der har anmodet om indløsning, mens der er likviditet i foreningen, og træffe beslutning om, at omstændighederne er tilstrækkelig ekstraordinære til at kræve en suspension.

Den fjerde kilde til systemisk risiko er, at markedlikviditeten er bestemmende for, hvordan indløsningsmekanismen fungerer. For mange af de instrumenter, som investeringsforeningerne investerer i, gælder det, at likviditeten traditionelt har været afhængig af marked makers og har varieret i forhold til tid og instrumenter. Den seneste udvikling — med mindre volatilitet, øget brug af elektronisk handel, fragmentering af likviditetskilder og mindre beholdninger af aktiver hos traditionelle marked makers som banker og børsmæglere, samt konjunkturbestemte faktorer som pengepolitik — tyder på, at likviditetstilvejebringelsens struktur kan ændre sig gennem tiden (selv om den aktuelle forskning endnu ikke har fundet entydige beviser på, at der aktuelt er mindre likviditet). Disse ændringer kan påvirke, hvor robust likviditetstilvejebringelsen viser sig at være, når markederne kommer under stress. Hvor betydningsfulde disse ændringer i likviditetsstrukturen er, er vanskeligt at forudsige, og investeringsforeningerne kan følgelig komme i en situation, hvor de baserer sig på et likviditetsniveau, som er mindre modstandsdygtigt end forventet.

Der er et vigtigt samspil mellem investeringsforeningernes gearings- likviditets- og indløsningsmæssige karakteristika. Gearede investeringsforeninger, som oplever højere marginbetalinger, tilbagetrækning af midler eller øgede haircuts, kan hurtige foretage justeringer, hvis de har aktiver, som hurtigt kan realiseres. Hvis en højt gearet forening derimod har færre likvide aktiver og er udsat for potentielle kortfristede indløsninger eller ændringer i udlånsvilkår, kan den blive nødsaget til hurtigt at sælge aktiver på mindre likvide markeder (sælge til underkurs) for at kunne opfylde sine forpligtelser. Selv om investeringsforeninger i tilfælde af marginbetalinger eventuelt vil kunne suspendere indløsninger i investorernes interesse, vil foreningen være nødt til hurtigt at skaffe kontanter ved brug af hastefinansiering og/eller salg af aktiver for at undgå likvidation, hvilket potentielt kan forårsage en betydelig modpartsrisiko og have stor indvirkning på aktivpriserne.

Centralbanker, markeder og værdipapirtilsynsmyndigheder har udtrykt bekymring over investeringsforeningernes potentiale til at forstærke systemiske risici⁽¹⁾. På globalt niveau har FSB fastslået, at investeringsforeningers likviditetsmismatch og brug af gearing skaber potentielt store strukturelle sårbarheder i sektoren for forvaltning af foreninger. FSB har efterfølgende fremhævet, hvor vigtigt det er at undersøge og håndtere potentielle strukturelle sårbarheder i forbindelse med investeringsforeningernes likviditetsmismatch og brug af gearing, som kan medføre risici for den finansielle stabilitet. FSB anbefaler f.eks., at myndighederne overvåger foreningernes brug af gearing og træffer foranstaltninger, hvor det er nødvendigt⁽²⁾.

(1) Se Bank of Englands' »Financial Stability Report — december 2015«; ESMA's »Report on Trends, Risks and Vulnerabilities« nr. 2, 2015; ECB's »Financial Stability Review«, maj 2016; Financial Stability Oversight Council's »Update on Review of Asset Management Products and Activities«, april 2016; Vítor Constâncios tale, »Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union«, april 2016; Steven Maijoo's tale, »Measuring and assessing stability risks in financial markets«, maj 2015; og Mary Jo Whites tale, »Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry«, december 2014.

(2) »Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities«, Rådet for Finansiell Stabilitet, januar 2017.

Den nuværende lovgivningsramme for investeringsforeningers likviditet og gearing

I Europa udgøres lovgivningsrammen for investeringsforeningers styring af likviditet og gearing af direktiv 2009/65/EF og 2011/61/EU. Disse direktiver udgør grundlaget for kravene til, hvordan investeringsforeninger i Europa skal styre deres likviditets- og gearingspositioner, og danner udgangspunkt for vurderingen af systemiske risici som følge af investeringsforeningers likviditetsmismatch og brug af gearing.

Investeringsinstitutter er stærkt regulerede investeringsforeninger. Investeringsinstitutter er investeringsforeninger, der investerer i godkendte aktiver, f.eks. kontanter og kontantlignende indskud, obligationer, aktier, pengemarkedsinstrumenter og andre investeringsforeninger (se boks 1a). Teoretisk set forekommer likviditetsmismatch ikke så ofte hos investeringsinstitutter, da både deres aktiver og passiver skal handles inden for en snæver tidshorisont. De må kun investere i værdipapirer eller i andre likvide finansielle aktiver, som skal være godkendt efter regler fastsat i et særligt direktiv⁽¹⁾. Investeringsinstitutterne har pligt til (med forbehold af den mulighed, at investeringsforeningen kan blive suspenderet) at indløse en investors andel på indehaverens forlangende. Det betyder, at et investeringsinstitut skal give mulighed for indløsning mindst to gange om måneden, idet mange investeringsinstitutter dog tillader daglige eller ugentlige indløsninger. Hvad angår gearing, opererer investeringsinstitutter inden for lovbestemte grænser for gearingen. Investeringsinstitutter må kun anvende finansiell gearing ved brug af usikrede kontante lån svarende til højst 10 pct. af deres aktiver og på betingelse af, at der kun er tale om midlertidige lån (se boks 1b). Det betyder, at investeringsinstitutter, der gør brug af både kontante lån og værdipapirfinansieringstransaktioner eller derivater kan gear op til maksimalt 2,1 gange deres nettoaktivværdi.

AIF'er er investeringsforeninger, som har tilladelse til at investere i aktiver svarende til investeringsinstitutters aktiver, men som ikke er underlagt de samme detaljerede restriktioner med hensyn til spredning, likviditet og gearing. AIF'er må også investere i finansielle instrumenter, som ikke er godkendte aktiver for investeringsinstitutter, f.eks. privat egenkapital, venturekapital, fast ejendom, fysiske råvarer og andre alternative aktiver. Forvalterne skal dog opstille procedurer for likviditetsstyringen, hvis de forvalter åbne eller lukkede AIF'er, der er gearede. Dette indebærer bl.a., at de skal sikre overensstemmelse mellem investeringsfondens investeringsstrategi, likviditetsprofil og indløsningspolitik og fastsætte passende grænser i forbindelse med likviditetsstyringen samt udføre stresstest (se boks 1a). Det skal bemærkes, at FAIF'er, der opererer under visse grænser⁽²⁾, muligvis ikke er underlagt de samme krav, men de kan i så fald heller ikke drage fordel af det markedsføringspas, som i henhold til direktiv 2011/61/EU kan anvendes til markedsføring i andre lande i Unionen. Hvad angår gearing, opererer AIF'er ikke under lovbestemte grænser. Der er kun krav om, at AIF'er indberetter deres brug af gearing (se boks 1b).

Boks 1a: Den nuværende lovgivningsramme for investeringsforeningers likviditet

Direktiv 2009/65/EF — investeringsinstitutter

Handelshyppighed. Investeringsinstitutterne skal sørge for de nødvendige foranstaltninger, således at andelene kan tilbagekøbes eller indløses på anmodning af foreningens investorer. Det betyder, at investeringsinstitutterne skal tillade indløsningsanmodninger mindst to gange månedligt⁽³⁾, idet mange investeringsinstitutter dog tillader daglige eller ugentlige indløsninger⁽⁴⁾.

Handelsprocedurer. Direktiv 2009/65/EF indeholder ikke nærmere bestemmelser om de handelsprocedurer, som investeringsinstitutter skal anvende. I praksis vil der blive sat en handelsfrist for modtagelsen af anmodninger, der ligger før værdiansættelsestidspunktet — som kan være timer eller dage senere. Endvidere vil investeringsinstitutter generelt udbetale indløsningsbeløb i overensstemmelse med de afviklingsprocedurer, der er beskrevet nærmere i fondsdokumentationen, som kan angive et tidspunkt 3-5 dage efter værdiansættelsestidspunktet⁽⁵⁾. I overensstemmelse med disse handelsprocedurer er der et tidsrum mellem sluttidspunktet for modtagelse af anmodninger og fristen for udbetaling af indløsningsbeløb. Dette giver investeringsinstitutets administrationselskab tid til at sælge investeringer og rejse kontanter til udbetaling af indløsningsbeløb, hvis det er nødvendigt.

⁽¹⁾ Kommissionens direktiv 2007/16/EF af 19. marts 2007 om gennemførelse af Rådets direktiv 85/611/EØF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) med hensyn til afklaring af bestemte definitioner (EUT L 79 af 20.3.2007, s. 11).

⁽²⁾ FAIF'er, der forvalter AIF'er med samlede aktiver på under 100 mio. euro eller AIF'er med samlede aktiver på under 500 mio. euro under forudsætning af, at AIF'erne ikke er »gearede«, og at der ikke gælder nogen indløsningsrettigheder i en periode på fem år efter datoen for den oprindelige investering i hver AIF.

⁽³⁾ De kompetente nationale myndigheder kan give investeringsinstitutterne tilladelse til at nedsætte hyppigheden til en gang om måneden, »såfremt dette ikke skader deltagerens interesser«. Det er dog ikke alle medlemslande, der har gennemført denne mulighed i deres nationale ret.

⁽⁴⁾ Jf. f.eks. artikel 76 i direktiv 2009/65/EF.

⁽⁵⁾ Pengemarkedsforeninger med en konstant nettoaktivværdi kan tilbyde afvikling inden for dagen.

Godkendte aktiver. Investeringsinstitutter skal opfylde udførlige regler for godkendte aktiver og er derfor forpligtede til overvejende at investere i likvide aktiver. Disse aktiver omfatter: noterede likvide værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter, børshandlede afledte instrumenter og bankindlån, der skal tilbagebetales på anfordring eller kan trækkes tilbage og forfalder inden for højst 12 måneder⁽¹⁾. For yderligere at støtte likviditeten er der fastsat kriterier med hensyn til de markeder, hvor godkendte aktiver skal noteres eller handles⁽²⁾.

Rettidig omhu før investering Før investeringsinstituttets administrationsselskab foretager en investering, skal det bl.a. analysere investeringens bidrag til investeringsinstituttets porteføljes sammensætning, likviditet og risk/reward-profil⁽³⁾.

Risikostyring. Et investeringsinstituts administrationsselskab skal som led i sine risikostyringsprocesser følge en hensigtsmæssig procedure til styring af likviditetsrisikoen for at sikre, at hvert enkelt investeringsinstitut, som det administrerer, er i stand til under alle tænkelige forhold, herunder i stresssituationer, at opfylde sin forpligtelse til at indfri andele på en indehavers forlangende. Et investeringsinstituts administrationsselskab skal i påkommende tilfælde foretage stresstest for at vurdere institutternes likviditetsrisiko under ekstraordinære forhold⁽⁴⁾.

Netting af tegninger og indløsninger. Hvis et investeringsinstitut modtager tegnings- og indløsningsordrer til den samme handelsdag, vil det matche andelstransaktionerne og bruge de tegningsbeløb, det har modtaget, til at betale nogle af eller alle indløsningsanmodningerne. Herved reduceres eller fjernes behovet for at sælge underliggende investeringer for at rejse kontanter til at betale de investorer, der indløser deres andele.

Direktiv 2011/61/EU — FAIF-direktivet

Handelsprocedurer. Som det også er tilfældet med investeringsinstitutter, angiver direktiv 2011/61/EU heller ikke de nærmere handelsprocedurer, som skal anvendes af AIF'er. En FAIF vil udforme handelsprocedurer, som passer til den forvaltede AIF og giver forvalteren tilstrækkelig tid til at sælge investeringer for at rejse kontanter til udbetaling af indløsningsbeløb.

Risikostyring. Artikel 15 i direktiv 2011/61/EU indeholder bestemmelser, der svarer til bestemmelserne i direktiv 2009/65/EF om rettidig omhu før investering (se forklaring ovenfor). Denne artikel fastsætter et krav om, at de risici, der er forbundet med AIF'ens investeringspositioner, og deres generelle indvirkning på AIF'ens portefølje, som led i FAIF'ens risikostyring løbende skal kunne påvises, måles, styres og overvåges korrekt ved brug af egnede stresstestprocedurer. Direktiv 2011/61/EU kræver endvidere, at FAIF'er skal sikre, at investeringsstrategien, likviditetsprofilen og indløsningspolitikken er forenelige for hver AIF, de forvalter⁽⁵⁾. En FAIF skal have etableret et passende likviditetsstyringsystem til at overvåge AIF'ens likviditetsrisiko og sikre, at likviditetsprofilen for AIF'ens investeringer stemmer overens med de underliggende forpligtelser. Desuden skal en FAIF regelmæssigt foretage stresstest under både normale og ekstraordinære likviditetsforhold med henblik på at vurdere og overvåge AIF'ernes likviditetsrisiko⁽⁶⁾. Disse forpligtelser suppleres af udførlige niveau 2-regler om likviditetsstyring⁽⁷⁾.

Netting af tegninger og indløsninger. Som det også er tilfældet for investeringsinstitutter, kan en FAIF nette tegnings- og indløsningsordrer i en åben AIF.

⁽¹⁾ Der gælder yderligere detaljerede regler for godkendte aktiver for pengemarkedsforeninger, uanset om de er oprettet som investeringsinstitut eller AIF (f.eks. porteføljeregler om aktiver med udløb inden for en dag eller inden for en uge). Se forordning (EU) 2017/1131.

⁽²⁾ Optagelse til omsætning garanterer imidlertid ikke likviditeten. Et investeringsinstitut kan dog basere sig på en optagelse, medmindre det har, eller bør have, kendskab til omstændigheder, der indikerer, at et bestemt aktiv ikke er likvidt. I så fald skal investeringsinstituttet vurdere aktivets likviditet for at fastslå, hvorvidt det vil skade porteføljelikviditeten, hvis det tilføjes til porteføljen.

⁽³⁾ Se f.eks. artikel 23, stk. 4, i Kommissionens direktiv 2010/43/EU af 1. juli 2010 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF for så vidt angår organisatoriske krav, interessekonflikter, god forretningsskik, risikostyring og indholdet af aftalen mellem en depositar og et administrationsselskab (EUT L 176 af 10.7.2010, s. 42).

⁽⁴⁾ Jf. f.eks. artikel 40, stk. 3, i direktiv 2010/43/EU.

⁽⁵⁾ Jf. f.eks. artikel 16, stk. 2, i direktiv 2011/61/EU.

⁽⁶⁾ Jf. f.eks. artikel 16, stk. 1 i direktiv 2011/61/EU.

⁽⁷⁾ Jf. f.eks. artikel 46-49 i Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 231/2013 af 19. december 2012 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU for så vidt angår undtagelser, generelle vilkår for drift, depositarer, gearing, gennemsigtighed og tilsyn (EUT L 83 af 22.3.2013, s. 1).

Boks 1b: Den nuværende lovgivningsramme for investeringsforeningers gearing**Direktiv 2009/65/EF — investeringsinstitutter**

Låntagning. Investeringsinstitutter kan anvende finansiel gearing ved brug af lån svarende til højst 10 pct. af deres aktiver på betingelse af, at der kun er tale om midlertidige lån. De kan gøre brug af denne låntagning, hvis der er et midlertidigt mismatch af pengestrømme, f.eks. når der er indløsningsbeløb, som skal udbetales, før et investeringsinstitut modtager beløbene fra salget af investeringer.

Brug af syntetisk gearing. Hvad angår brug af kunstig gearing med derivateksponeringer, kan investeringsinstitutter skabe syntetiske eksponeringer — beregnet ifølge forpligtelsesmetoden — op til et beløb svarende til deres samlede nettoaktivværdi. Det betyder, at investeringsinstitutter kan gøre brug af både låntagning og derivater til at geare op til maksimalt 2,1 gange deres nettoaktivværdi. I henhold til direktiv 2009/65/EF kan de kompetente nationale myndigheder også give investeringsinstitutter mulighed for at beregne deres samlede eksponering ved brug af en value-at-Risk (VaR)-tilgang eller andre avancerede risikomålingsmetoder i stedet for forpligtelsesmetoden. For disse institutter er der kun indirekte restriktioner for deres brug af gearing i form af grænserne for instituttets markedsrisiko, jf. forklaringen i CESR's niveau 3-retningslinjer⁽¹⁾. Institutter, der anvender tilgangen med *absolut* VaR, er således underlagt den begrænsning, at den absolutte VaR ikke må overstige 20 pct. af nettoaktivværdien (over en periode på 20 dage). Hvad angår institutter, der anvender tilgangen med *relativ* VaR, er deres gearing begrænset til højst det dobbelte af risikoen for tab inden for en given VaR-model for en identisk, men ikke-gearret portefølje. Det er vigtigt at bemærke, at disse VaR-tilgange potentielt giver mulighed for en betydeligt højere gearing, end der ville være mulighed for inden for forpligtelsesmetoden, afhængig af de underliggende aktivers volatilitet. Svarene på undersøgelser, der er foretaget i 11 EU-lande, tyder på, at delmængden af investeringsinstitutter, der anvender VaR-tilgange til at beregne den samlede eksponering, kan repræsentere mellem 27 pct. og 50 pct. af Unionens investeringsinstituttosektor målt i nettoaktivværdi.

Direktiv 2011/61/EU — FAIF-direktivet

Låntagning og brug af syntetisk gearing. AIF'er opererer ikke under lovbestemte grænser for gearingen. Direktiv 2011/61/EU stiller kun krav om, at fondene indberetter deres brug af gearing. Ikke desto mindre giver direktiv 2011/61/EU de kompetente myndigheder mulighed for at fastsætte grænser for, hvor høj gearing forvalterne må anvende i deres AIF'er, samt andre restriktioner for risikostyringen, for at »begrænse gearingens medvirken til at forøge den systemiske risiko i det finansielle system eller risikoen for uro på markederne«. Indtil videre er der ikke nogen myndigheder, der har gjort brug af dette værktøj, og der er ikke udarbejdet nogen rammer på EU-niveau for en harmoniseret gennemførelse af makroprudentielle krav, hvad angår gearing.

II. ESRB's henstilling om likviditets- og gearingsrisici i investeringsforeninger**II.1. Henstilling A — Likviditetsstyringsværktøjer til indløsning****II.1.1. Økonomisk baggrund og tilsigtede effekter****Henstilling A(1) — Tilgængelighed af yderligere værktøjer til likviditetsstyring**

Lovgivningsrammen for investeringsforeningers likviditetsstyring i Unionen skal udvides. Bestemmelserne om likviditetsstyring i direktiv 2009/65/EF og 2011/61/EU har tidligere generelt set været tilstrækkelige. Investeringsforeningssektorens vedvarende vækst, sammen med en stigende likviditetsomdannelse, kan imidlertid skabe flere risici for den finansielle stabilitet, som bør imødegås.

Hensigtsmæssige likviditetsstyringsværktøjer kan udjævne likviditetsmismatch i investeringsinstitutter og åbne AIF'er og herved reducere risiciene for finansiell stabilitet i situationer med markedsstress. Likviditetsmismatch er særlig relevant i åbne foreninger, der tilbyder hyppige indløsninger, men investerer i aktiver, som i visse tilfælde ikke kan afhændes hurtigt, uden at det har en væsentlig indvirkning på deres markedspris. Mange åbne foreninger, men ikke alle, tilbyder daglig indløsning. I henhold til direktiv 2009/65/EF og 2011/61/EU er foreningernes forvaltere ansvarlige for at fastsætte indløsningshyppigheden (se boks 1a). Der er en række yderligere værktøjer til likviditetsstyring (a-LMT), som kan bidrage til at mindske likviditetsrisiciene for åbne foreninger ved at reducere »first mover-fordelen«⁽²⁾ i situationer med markedsstress (ex ante) og sandsynligheden for, at der opstår en likviditetsspiral (ex post).

⁽¹⁾ CESR's retningslinjer om risikomåling og beregning af samlet eksponering og modpartsrisiko for investeringsinstitutter, 28. juli 2010.

⁽²⁾ Se afsnit II.1. i bilaget til Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's henstilling af 20. december 2012 om pengemarkedsforeninger (EUT C 146 af 25.5.2013, s. 1), der indeholder en nærmere forklaring på dette begreb.

Ex ante-værktøjer kan anvendes til at mindske »first mover-fordelen« og systemisk risiko. Disse værktøjer kan i princippet anvendes under enten normale forhold eller stressede markedsforhold. Formålet med ex ante-værktøjer som f.eks. swing pricing og anti dilution-opkrævninger er at give kunderne en fair behandling ved at sikre, at de øvrige investorer ikke stilles ugunstigt, fordi der er investorer, der indløser. Dette bør fjerne investorernes incitament til at indløse før andre for at drage fordel af lavere omkostninger. Investorer, der er fast besluttede på at realisere deres beholdninger i foreningen, vil dog gøre det uanset omkostningerne. Derfor reducerer værktøjerne kun »first mover-fordelen«, men ikke nødvendigvis et salgspres i markedet for de underliggende aktiver.

Ex post-værktøjer giver foreningernes forvaltere mulighed for at styre investeringsforeningens likviditet ved at kontrollere eller begrænse udgående strømme. Disse værktøjer fritager typisk forvalterne fra forpligtelsen til straks at sælge aktiver (til eller under markedsprisen) som reaktion på investorers indløsningsanmodninger. De kan derfor, i en vis udstrækning, fungere som en automatisk afbrydelse af handelen og kan mindske sandsynligheden for, at der opstår en likviditetsspiral. Ex post-værktøjer anvendes typisk under stressede markedsforhold.

Tilgængeligheden og gennemførelsen af a-LMT for investeringsforeninger varierer betydeligt mellem landene. Mens det udtrykkeligt er tilladt foreningens forvalter eller den kompetente nationale myndighed at suspendere indløsninger i henhold til direktiv 2009/65/EF og 2011/61/EU, foreskriver det sidstnævnte direktiv ikke andre a-LMT. Der er derfor forskelle mellem landene med hensyn til tilgængeligheden af og de specifikke procedurer for anvendelsen af a-LMT. Det fremgår af en undersøgelse gennemført af IOSCO ⁽¹⁾ og en nyere undersøgelse i EU-medlemsstaterne, som er gennemført af ESMA ⁽²⁾, at der i nogle medlemsstater findes en række a-LMT, herunder swing pricing og en anti dilution-afgift. I de fleste medlemsstater findes der dog færre værktøjer.

De mest almindelige værktøjer, som er til rådighed i EU-medlemsstaterne, er:

- indløsningsgebyrer
- indløsningsgates
- indløsning i naturalier
- side pockets
- suspension af indløsninger.

Det eneste værktøj, som findes i alle deltagende lande, er suspension af indløsninger. Det næstmest almindelige værktøj er indløsning i naturalier, som er til rådighed i 17 medlemsstater.

I de fleste medlemsstater har foreningernes forvaltere eneansvaret for at aktivere likviditetsstyringsværktøjer, mens lovgiverne kun spiller en mindre rolle i processen og ikke kan aktivere værktøjerne. Forvalterne behøver ikke at have en lovmæssig godkendelse til at aktivere de fleste a-LMT. Kun tre EU-medlemsstater kræver tilladelse til nogle af værktøjerne, og kun en kræver tilladelse til at udøve beføjelsen til at suspendere indløsninger. Typisk skal likviditetsværktøjerne og de omstændigheder, hvorunder de kan anvendes, dog anføres i investeringsforeningens stiftelsesdokumenter, som skal godkendes i EU-medlemsstater. Normalt har lovgiverne ikke tilladelse til at aktivere værktøjer. En generel undtagelse fra dette er suspension af indløsninger, som kan pålægges af lovgiveren, hvis det anses for at være i offentlighedens interesser, hvilket formodentlig også omfatter faktorer med tilknytning til finansiel stabilitet. I en række lande har de kompetente nationale myndigheder beføjelse til at aktivere indløsningsgates.

I nogle tilfælde er værktøjernes tilgængelighed begrænset til visse typer investeringsforeninger og/eller særlige omstændigheder. Under normale omstændigheder er muligheden for at gøre brug af a-LMT forskellig fra land til land. I nogle medlemsstater kan visse værktøjer anvendes under normale omstændigheder, som regel på den betingelse, at muligheden for at anvende dem allerede fremgår af fondsdokumenterne. I andre medlemsstater kan visse værktøjer kun anvendes under særlige omstændigheder. I alle medlemsstater kan beføjelsen til at suspendere indløsninger kun udøves under særlige omstændigheder.

⁽¹⁾ IOSCO-undersøgelsen omfatter både medlemsstater i og uden for EU. Denne rapport fokuserer på svarene fra 11 deltagende EU-medlemsstater. Findes på adressen <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>

⁽²⁾ For nærmere oplysninger henvises til tabel A1 i tillægget.

Lovgavernes vejledninger i brug af a-LMT er uensartede og forskellige for de enkelte værktøjer. Der er ikke altid fastsat maksimumkrav til tidsfristen for anvendelsen af suspension af indløsning, og tre medlemsstater giver slet ikke vejledning i brugen af suspension af indløsning. Hvad angår de øvrige a-LMT, er formelle definitioner sjældne, selv om medlemsstaterne normalt har en generel forståelse af værktøjerne. I de fleste tilfælde indeholder den nationale lovgivning eller de kompetente nationale myndigheders vejledning ikke nogen specifikke tilsynsmæssige bestemmelser om værktøjernes anvendelse.

FSB identificerede likviditetsmismatch som en potentiel strukturel sårbarhed for åbne investeringsforeninger og foreslog, at der skulle være bredere adgang til likviditetsstyringsværktøjer. Hvis forskellige ex ante- og ex post-likviditetsstyringsværktøjer var tilgængelige i alle medlemsstaterne, ville det øge kapaciteten til at reagere på likviditetsmæssige stresssituationer og dermed mindske risiciene for den finansielle stabilitet. Kompetente nationale myndigheder og forvaltere af investeringsforeninger tilkendegav også i deres svar på en høring afholdt af Kommissionen, at de ville byde det velkommen, hvis likviditetsstyringsværktøjer var mere bredt tilgængelige ⁽¹⁾.

Grænseoverskridende virkninger understreger behovet for en mere harmoniseret lovgivning. Da investeringsinstitutter og AIF'er ofte investerer og opererer på tværs af grænser, er den potentielle effekt af likviditetsproblemer ikke begrænset til de lande, hvor de respektive investeringsinstitutter og AIF'er har deres hjemsted. Derfor kan afsmitning bidrage til likviditetsspiraler med grænseoverskridende virkninger. En homogen mængde likviditetsstyringsværktøjer bør følgelig være tilgængelige i hele Unionen. Det vil give investeringsforeningerne en fælles række a-LMT, som deres forvaltere bør vurdere og, i givet fald, indføre i investeringsforeningernes stiftelsesdokumenter for herved at begrænse grænseoverskridende likviditetsrisici. Alle AIF'er og investeringsinstitutter bør have beføjelse til at suspendere indløsning under stressede markedsforhold, og denne beføjelse bør altid indgå i deres stiftelsesdokumenter.

Henstillingens sigte er at gøre det nemmere at aktivere likviditetsstyringsværktøjer og at øge deres tilgængelighed. Foreningernes forvaltere kan være tilbageholdende med at anvende visse likviditetsstyringsværktøjer. Det kan der være flere årsager til, bl.a. hensyn til omdømme eller afsmitning. Aktivisering af et værktøj kan føre til afsmitningseffekter, som påvirker andre investeringsforeninger med den samme forvalter. I nogle tilfælde kan investeringsforeninger, der forvaltes af andre forvaltere, men som har en lignende porteføljekoncentration, også blive påvirket. Derfor er indførelsen af a-LMT i en investeringsforenings stiftelsesdokumenter muligvis ikke tilstrækkeligt til effektivt at reducere likviditetsrisiciene forbundet med investeringsforeningen, hvis forvalteren er tilbageholdende med at anvende de pågældende a-LMT i praksis. Derfor bør forvaltere af investeringsforeninger sikre, at de råder over den nødvendige operationelle kapacitet og har fastlagt nødplaner, således at a-LMT kan aktiveres i tide. De enkelte investeringsforeningers prospekt eller informationer, som udleveres til investorerne, før der indgås en aftale, bør derfor beskrive alle de a-LMT, som indgår i stiftelsesdokumenterne, og deres formål samt beskrive, hvordan de anvendes. Dette vil skabe gennemsigtighed og gøre investorerne fortrolige med værktøjer, som ikke almindeligvis anvendes.

Henstillingernes sigte er også at tilskynde til en ensartet tilgang til anvendelsen af likviditetsstyringsværktøjer i alle medlemsstaterne. For at sikre en ensartet anvendelse af a-LMT i alle medlemsstater bør lovforslaget forpligte ESMA til at udarbejde en vejledning på højt niveau om, hvordan a-LMT bør implementeres i en investeringsforenings likviditetsstyringsproces, og hvilke krav til gennemsigtighed og indberetning der bør opstilles. For at øge forståelsen af a-LMT's virkninger på den finansielle stabilitet bør ESRB samarbejde med ESMA vedrørende makroprudentielle spørgsmål. Investeringsforeningernes forvaltere bør aflægge rapport til de kompetente nationale myndigheder om implementeringen og anvendelsen af a-LMT. For at undgå byrden ved rapportering om a-LMT, som anvendes regelmæssigt eller konstant, kan rapporteringen udelukkende vedrøre anvendelsen af værktøjer under stressede markedsforhold.

Ex ante-likviditetsstyringsværktøjer kan anvendes til at begrænse opbygningen og effekten af systemisk risiko, mens ex post-likviditetsstyringsværktøjer kan aktiveres under stressede markedsforhold, når investeringsforeningerne oplever betydelige udgående strømme. Begge typer instrumenter vil derfor bidrage til at imødegå risici for den finansielle stabilitet, som skyldes likviditetsmismatch hos investeringsforeninger. Det anbefales derfor, at begge typer er til rådighed på EU-plan. Boks 2 redegør nærmere for de forskellige instrumenter, idet det dog anerkendes, at nogle af værktøjerne ikke altid vil egne sig til eller være nødvendige for alle typer af åbne investeringsforeninger.

⁽¹⁾ »Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) — Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments«. Findes på adressen http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm

Boks 2: Likviditetsstyringsværktøjer

Ex ante-/hybride ⁽¹⁾ likviditetsstyringsværktøjer ⁽²⁾

Formålet med swing pricing er at beskytte eksisterende indehavere af kapitalandele i investeringsforeninger mod negative prisenheder som følge af andre investorers transaktioner. Swing pricing kan anvendes til at justere prisen på andele i en investeringsforening for at bidrage til de omkostninger til foreningens transaktioner, der følger af investorernes aktivitet ⁽³⁾. I praksis justeres investeringsforeningens nettoaktivværdi op (ned), hvis der er stor udstrømning (indstrømning), således at transaktionsomkostningerne oppebæres af de investorer, der køber eller sælger andelene, og ikke alle eksisterende investorer. Hvis investorerne forstår disse prisændringer, bør de kunne tilskynde dem til at tilpasse deres indløsnings- og tegningsadfærd, således at den bidrager til at stabilisere investeringsforeningernes nettostrømme. Swing pricing kan enten anvendes på alle tegninger og indløsninger, som foretages af investorerne (fuld swing pricing), eller kun på tegninger og indløsninger over en vis grænse (delvis swing pricing). Ved delvis swing pricing fastsættes en swing-grænse, og investeringsforeningens nettoaktivværdi nedjusteres, når nettoudstrømningen kommer over grænsen, og omvendt. Grænserne kan være variable, så mekanismen kan justeres, så den passer til markeds-/likviditetsforholdene, hvorved optimeringsadfærd fra investorernes side begrænses (dvs. investorerne forhindres i at forudse anvendelsen af swing pricing og træffe forholdsregler i den forbindelse). Ved fuld swing pricing justeres nettoaktivværdien løbende alt efter, om der er nettoindstrømning eller -udstrømning. Swing pricing er et effektivt værktøj til at påvirke investorernes indløsnings- og tegningsadfærd, stabilisere foreningens afkast og mindske sandsynligheden for, at der opstår »first mover-fordele« og brandudsalg i forbindelse hermed. De investorer, som er fast besluttede på at forlade en forening, vil imidlertid gøre dette på trods af de omkostninger, som »svingede« priser vil medføre. Da der kan være mange nettoaktivværdier, kan det være temmelig komplekst og omkostningskrævende at anvende swing pricing-værktøjer, og mindre investeringsforeninger vil måske ikke være i stand til dette.

På samme måde består anti-dilution-opkrævninger i, at investorerne betaler en ekstra afgift til investeringsforeningen, når de tegner eller indløser andele i foreningen. Tegning og indløsning af andele i en investeringsforening kan påvirke investeringsforeningens værdi. Dette er navnlig tilfældet, når der ikke blot sker en overførsel af andele i investeringsforeninger ved at matche købere og sælgere, men en ubalance mellem købere og sælgere kræver, at forvalteren køber eller sælger underliggende aktiver. Dette vil medføre transaktionsgebyrer, relaterede afgifter og likviditetsomkostninger, som påvirker investeringsforeningens nettoaktivværdi og medfører dilution. En anti-dilution-opkrævning dækker disse handelsomkostninger.

Swing pricing og anti-dilution-opkrævninger mindsker incitamenterne til procyklisk adfærd, selv om det kun er det førstnævnte, der er incitament til anticyklisk adfærd. I modsætning til swing pricing mindsker anti-dilution-opkrævninger ikke investorernes incitament til at handle på en kontracyklisk måde (dvs. tegne andele i en indløsningsfase), da investorerne i dette tilfælde ikke drager fordel af den gunstigere salgs- eller indløsningspris, som swing pricing medfører. Hverken anti-dilution-opkrævninger eller swing pricing medfører ekstra omkostninger for investeringsforeningen — de ændrer kun ved den måde, omkostningerne videregives til investorernes på.

Ex post-likviditetsstyringsværktøjer

Indløsningsgates (udskudte indløsninger) forsinket midlertidigt indfrielse. En indløsningsgate er en midlertidig udskydelse af andelsindehavernes ret til at indløse deres andele. Udskydelsen kan enten være fuldstændig, således at investorerne slet ikke kan indløse deres andele, eller delvis, hvor investorerne kun kan indløse en vis andel af disse. Indløsningsgates kan også være indrettet således, at foreningens administrationsselskab kan beslutte at overføre indløsningsanmodninger til den næste handelsperiode, når de overskrider en vis grænse (f.eks. 10 pct. af nettoaktivværdien for en investeringsforening,

⁽¹⁾ Da nettoaktivværdien kan justeres ex post, kan værktøjerne også anses for hybride, idet de implementeres ex ante, men aktiveres ex post.

⁽²⁾ Et andet vigtigt likviditetsværktøj er stresstestning. Det anvendes til at teste likviditetsstyringspraksis i forhold til væsentlige stressbegivenheder, som vil kunne eksponere foreningerne for alvorlige likviditetsproblemer. Dette emne behandles ikke her, da stresstest er omfattet af en særskilt henstilling (se henstilling C).

⁽³⁾ Swing pricing er den mekanisme, der anvendes af »single-priced« foreninger. »Dual-priced« foreninger har lignende mekanismer, som giver forvalteren mulighed for at bestemme, hvor handelsprisen skal fastsættes mellem de priser, som andelene tegnes og indfris til, for at sikre, at omkostningerne til foreningens transaktioner oppebæres af nye investorer eller investorer, der forlader foreningen, alt efter omstændighederne.

som tilbyder daglig eller ugentlig handel). Under stressede markedsforhold giver indløsningsgates forvalterne mere tid og fleksibilitet til at reagere på investorernes indløsning og sikre et velordnet salg af de underliggende aktiver. Dette kan mindske risikoen for brandudsalg.

Indløsning i naturalier betyder, at foreningens forvalter ikke behøver at realisere store mængder aktiver i tilfælde af store indløsninger. En investerings forvalter kan beslutte at imødekomme en indløsningsanmodning ved at overføre værdipapirer i stedet for kontanter til den indehaver, som vil indløse sine andele. Da et omfattende ad hoc-salg af aktiver kan have en betydelig indvirkning på markedet, kan indløsning i naturalier beskytte investeringsforeningens øvrige investorer mod de høje realiseringsomkostninger, som ellers ville kunne opstå. Denne mekanisme kan egne sig til indløsningsordrer fra institutionelle investorer. Generelt er den dog mindre egnet til detailinvestorers indløsninger, fordi den muligvis ikke kan anvendes til indløsning i naturalier af enkeltandele i investeringsforeningen, og dette også ville kunne medføre høje driftsomkostninger og omdømmemæssige omkostninger. Selv om investorerne kan sælge aktiver, der er indløst i naturalier, på samme måde som forvalterne, ville de derefter være forpligtet til at indarbejde omkostningerne ved et sådant salg i stedet for at sprede dem ud på alle investeringsforeningens investorer. Virkningen på markedet (og således på den finansielle stabilitet) vil dog muligvis være den samme, uanset om det var investeringsforeningen selv eller investorerne, som solgte de underliggende aktiver.

»Side pockets« giver mulighed for at holde illikvide investeringer adskilt fra investeringsforeningens øvrige likvide investeringer. Denne fremgangsmåde har to fordele. For det første kan investorer, der har brug for likviditet, stadig indløse den likvide del af investeringsforeningens investeringer til, formodentlig, lave realiseringsomkostninger. For det andet beskytter denne fremgangsmåde de investorers interesser, som gerne vil blive i investeringsforeningen, da dens forvalter ikke er tvunget til at realisere aktiver til eller under markedspris, hvis der er stor indløsnings efterspørgsel. Derfor er side pockets især velegnede, når en forenings investorer har forskellige interesser, dvs. når nogle af investorerne vil beholde deres investering i foreningen, mens andre vil indløse deres andele. Der er forskellig praksis i medlemsstaterne med hensyn til reglerne for, under hvilke omstændigheder der kan oprettes side pockets.

Opsigelsesvarsler giver foreningernes forvaltere mere fleksibilitet til at styre deres likviditet. Et opsigelsesvarsel er den frist, inden for hvilken investorerne skal meddele forvalteren, at de vil indløse deres investeringer. En investeringsforenings stiftelsesdokumenter indeholder ofte allerede bestemmelser om opsigelsesvarsler, hvilket giver forvalteren mere tid til at imødekomme indløsningsanmodninger, uden at det er nødvendigt straks at sælge aktiver til underkurs.

Suspension af indløsning er et værktøj, der kan anvendes som sidste udvej i en likviditetskrise. En suspension fungerer som en automatisk afbrydelse, der giver forvalteren mere tid til, i situationer med økonomiske vanskeligheder, at realisere aktiver på en velordnet måde. I stedet for at skulle træffe forhastede beslutninger og realisere for enhver pris får investeringsforeningens forvalter ekstra tid til at finde den optimale løsning. Den ekstra tid kan desuden give forvalterne og tilsynsmyndighederne bedre mulighed for at informere investorerne om årsagerne til den stressede situation og herved eventuelt afværge panik. Derfor anses suspension af mange for at være et vigtigt værktøj til at styre omfattende indløsninger under en krise. Suspension kan imidlertid medføre store velfærdsomkostninger for investorerne, når de forhindres i at realisere deres investering. Der er desuden bekymring for, at avancerede investorer måske kan forudse en suspension af indløsning og vil forsøge at indløse deres andele før andre (i modsætning til det oprindelige formål med værktøjet, nemlig at begrænse »first mover-fordele«), og det kan endog udløse et stormløb.

Henstilling A(2) og A(3) — Yderligere bestemmelser om de kompetente nationale myndigheder og om ESMA's rolle i forhold til de kompetente nationale myndigheders suspension af indløsninger med grænseoverskridende konsekvenser for den finansielle stabilitet

Suspension af indløsninger er det eneste værktøj, der er tilgængeligt i alle medlemsstaterne. I princippet er beslutningen om at suspendere indløsninger først og fremmest investeringsforeningens forvalters ansvar og op til dennes skøn (se boks 2). For både investeringsinstitutter og AIF'er gælder dog, at de kompetente nationale myndigheder kan kræve suspension af indløsninger, hvis det er i andelsindehavernes eller offentlighedens interesse.

Investeringsforeningernes forvaltere vil måske ikke suspendere indløsninger, hvis de ikke kan internalisere den effekt, som omfattende indløsninger har på det finansielle systems stabilitet. Et stormløb på en enkelt investeringsforening kan være nok til at skabe generel panik hos investorerne og medføre omfattende udtræk fra andre foreninger. Som følge heraf kan investeringsforeningerne også opleve alvorligt likviditetsstress og kan blive tvunget til at sælge betydelige mængder aktiver. Hvis de berørte investeringsforeninger er store i forhold til et marked eller en sektor, kan konsekvensen være betydelige fald i aktivpriserne, som fører til en nedadgående spiral. Derfor er det af hensyn til den generelle finansielle stabilitet meget vigtigt at forhindre stormløb og heraf følgende omfattende brandudsalg.

Investeringsforeningernes forvaltere vil måske undlade at suspendere indløsninger på grund af bekymring for omdømmerisikoen. En af de største hindringer for anvendelsen af suspension af indløsninger er en potentiel negativ indvirkning på forvalterens omdømme. Da behovet for en suspension nemt ville kunne tilskrives dårlig likviditetsstyring fra forvalterens side, kan det medføre et varigt tab af tillid til forvalterens professionalisme. Det betyder, at der er forvaltere, som muligvis vil undlade at gøre brug af suspension af indløsning, selv om det ville være i alle investeringsforeningens investorers fælles interesse. I andre tilfælde vil forvalterne måske også vælge at undlade at suspendere indløsninger, hvis de tror, det ikke ville være i investeringsforeningens investorers interesse. I disse tilfælde, hvor forvalterne ikke anvender suspension af indløsning, selv om det er berettiget set ud fra en makroprudentiel synsvinkel, bør de kompetente nationale myndigheder gøre brug af deres beføjelse til at kræve suspension af indløsninger.

Pasordninger i EU betyder, at de kompetente nationale myndigheder bør overdrages funktionen med og ansvaret for at beordre suspension. Pasordninger giver FAIF'er og investeringsinstitutters administrationsselskaber mulighed for at markedsføre andele over grænsen til investorer i EØS. De giver også mulighed for, at forvalterne kan administrere disse investeringsforeninger på tværs af grænserne. Hvis en investeringsforening har hjemsted i en medlemsstat, men FAIF'en eller investeringsinstituttets administrationsselskab har hjemsted i en anden, kan det være uklart, hvilken kompetent national myndighed der er ansvarlig for at administrere suspensionen af indløsninger, eller hvornår en myndighed skal gribe ind med suspensionsbeføjelser. Hvis det ikke er tydeligt, hvor ansvaret ligger, kan det medføre utilstrækkelige eller forsinkede reaktioner under stressede og hurtigt skiftende markedsforhold. Derfor kan det have utilsigtede negative konsekvenser, hvis ansvaret er delt eller ligger hos en mindre velinformeret myndighed. For at undgå dette henstilles det, at Kommissionen foreslår, at den relevante EU-lovgivning præciserer de involverede kompetente nationale myndigheders roller og ansvarsområder.

Andre relevante myndigheder, herunder ESMA og ESRB, bør underrettes, før den ansvarlige myndighed gør brug af sin beføjelse til at beordre suspension af indløsning, hvis der er grænseoverskridende konsekvenser for den finansielle stabilitet. Da pasordningerne giver mulighed for at markedsføre investeringsforeninger over grænserne inden for EØS, kan en ordre om suspension af indløsning direkte påvirke investorer og markeder, der hører under andre relevante myndigheder. Derfor kan en ordre om suspension af indløsning i en investeringsforening også have konsekvenser for de finansielle markeder og investortilliden i andre lande. Hvis de relevante myndigheder ikke informeres, kan markedets reaktioner komme som en overraskelse og forhindre hensigtsmæssige reguleringsmæssige tiltag. For at potentielle risici for den finansielle stabilitet kan blive reduceret, henstilles det, at Kommissionen foreslår at indføre en forpligtelse i den relevante EU-lovgivning til at informere de relevante myndigheder på forhånd. Denne forpligtelse bør dog formuleres på en måde, så de kompetente nationale myndigheder ikke forhindres i at reagere øjeblikkeligt på en krise.

ESMA bør forsøge at rådgive og bør fremme og koordinere de kompetente nationale myndigheders brug af deres beføjelser til at suspendere indløsninger, hvis der er grænseoverskridende konsekvenser for den finansielle stabilitet. ESMA bør, under hensyntagen til nationale karakteristika, påtage sig en koordinerende og rådgivende rolle for at give de kompetente nationale myndigheder lige muligheder for at gøre brug af deres beføjelser til at suspendere indløsninger med det formål at reducere risici for finansiell stabilitet. En del af den koordinerende rolle bør være at føre an med hensyn til de generelle praktiske elementer, som de kompetente nationale myndigheder skal tage højde for, når de gør brug af deres beføjelse til at suspendere indløsninger. Endvidere er der på nuværende tidspunkt ikke en ensartet, præcis definition af den offentlige interesse. ESMA bør fremme en fælles forståelse blandt de kompetente nationale myndigheder for, hvordan de relevante bestemmelser i direktiv 2009/65/EF og 2011/61/EU vedrører den finansielle stabilitet og systemiske risiko, uden at gøre lovgiverne forudsigelige og skabe moral hazard. Disse tiltag vil ikke kun fremme en mere harmoniseret tilgang til suspension af indløsninger, men vil også fremme den opfattelse, at suspension af indløsninger bør blive et funktionelt værktøj, som bidrager til at reducere risici for finansiell stabilitet.

II.1.2. Utilsigtede effekter

Der er risiko for, at velinformede institutionelle investorer kan forudse aktiveringen af et bestemt værktøj. Dette kan mindske eller modvirke værktøjets effektivitet, da investorerne vil forsøge at reagere, før det er blevet aktiveret. Under visse omstændigheder kan en situation, hvor aktiveringen af et værktøj er forudset, endog føre til stormløb og herved udløse en likviditetsspiral. Derfor bør der i vejledninger undgås enhver form for automatik og regelbundethed.

Likviditetsstyringsværktøjer kan være værdifulde i tider med vedvarende markedsstress. Afhængig af markedsforholdene vil ex post-værktøjer muligvis kun udskyde likviditetsproblemet, da de kun udskyder indløsningerne i en begrænset tidsperiode (f.eks. indløsningsgates). De fjerner ikke problemet i perioder med vedvarende markedsstress og kan derfor ikke erstatte strukturelle foranstaltninger, der f.eks. tager sigte på at imødegå uforholdsmæssigt store likviditetsmismatch.

II.2. Henstilling B — Yderligere bestemmelser til reduktion af sandsynligheden for uforholdsmæssigt store likviditetsmismatch

II.2.1. Økonomisk baggrund og tilsigtede effekter

Investeringsforeninger, der forvalter aktiver, som i sig selv er mindre likvide, giver ikke nødvendigvis anledning til bekymring for den finansielle stabilitet. Når der gives adgang til en række forskellige aktivklasser, øges markedets effektivitet, da det giver flere investeringsmuligheder og forbedrer adgangen til finansiering for udstederne

af disse aktiver. Ud fra en økonomisk politisk synsvinkel bidrager det også til spredningen af finansieringen i økonomien, når investeringsforeninger får mulighed for at investere i mindre aktivt handlede aktivklasser som f.eks. privat egenkapital, ikke-ratede erhvervsobligationer eller lån. Dette falder sammen med en stigende investorefterspørgsel efter flere investeringsmuligheder i en langvarig periode med lave renter.

Der opstår risici for finansiel stabilitet, når der er stor mismatch mellem disse aktivers likviditet og den likviditet, som investorerne tilbydes gennem foreningernes indløsningspolitik. Sammenlignet med investeringsforeninger, der investerer i likvide aktiver, hvor der skal et stort antal indløsninger til, for at har en effekt på markedspriserne, kan forpligtelsen (med forbehold af den mulighed, at investeringsforeningen kan blive suspenderet) til at sælge selv en lille mængde mindre likvide aktiver hurtigt føre til meget forstærkede markedsfald. Hyppige indløsnings tidspunkter er særlig problematiske, hvis dette medfører, at investorerne overvurderer likviditeten af aktiverne i de investeringsforeninger, de har investeret i. Dette kan resultere i f.eks. gearede investorers tvangssalg af andele.

Risiciene forbundet med brandudsalg bør blive reduceret, når det sikres, at en åben investeringsforenings indløsningspolitik strukturelt er i overensstemmelse med dens aktivers likviditetsprofil. Forvaltere af investeringsforeninger har flere valgmuligheder, når de foretager store investeringer i mindre likvide aktiver. På aktivsiden vil det f.eks. forbedre forvalterens kapacitet til at indløse, selv under stressede markedsforhold, hvis der opstilles grænser for, hvor stor en andel mindre likvide aktiver forvalteren må investere i. Da det herved sikres, at der er tilstrækkelig med likvide aktiver til rådighed, vil det mindske først »mover-fordelen« og risikoen for stormløb. Samtidig med at det vil imødegå uforholdsmæssigt store likviditetsmismatches i den enkelte investeringsforening, vil det også reducere omfanget af kollektive salg og risikoen for brandudsalg. Endelig vil det mindske sandsynligheden for og alvoren af en systemisk begivenhed.

Når en investeringsforenings kapacitet til at imødekomme indløsninger under stressede markedsforhold forbedres, mindskes også sandsynligheden for en suspension af indløsninger. Øges investeringsforeningernes strukturelle modstandskraft, vil det kunne undgås, at de i for høj grad gør brug af a-LMT'er, da en del af mediernes analyser konkret omtaler en potentiel utilsigtet effekt af selve suspensionsværktøjet ⁽¹⁾.

På passivside kan forvalterne implementere indløsningspolitik og mindske hyppigheden af indløsninger, som tilbydes i en investeringsforening, og/eller indføre opsigelsesvarsler for investorer, der ønsker at indløse deres andele i en investeringsforening. I tilfælde af unormale udstømningsniveauer vil en begrænsning af indløsningerne give forvalteren mere tid til at realisere aktiver for at imødekomme indløsningsanmodningerne. Det vil også give markedet mere tid til at finde en løsning på de underliggende bekymringer eller mulighed for, at bekymringerne opløses naturligt med tiden (som det f.eks. var tilfældet med foreninger baseret på fast ejendom i Storbritannien). Det kunne i nogle tilfælde give mulighed for en bred intervention fra myndighedernes side i en eller anden form, som kunne bidrage til at dæmpe det umiddelbare underliggende stress. Hvad angår opsigelsesvarsler, vil det give investorerne mulighed for en vis planlægning med hensyn til deres egen likviditetsstilling, når de kender indløsningsdatoen. Denne mulighed har de ikke i tilfælde af suspension af indløsninger.

Foreninger baseret på jord og fast ejendom er ét eksempel på foreninger, som kan have store likviditetsmismatch. Foreninger baseret på jord og ejendomme investerer typisk i mindre likvide underliggende aktiver og kan være udsat for betydelige likviditetsmismatch, hvis de har en åben struktur. En kombination af likviditetsmismatch og brug af gearing kan medføre systemiske risici. Investorer, der indløser andele førtidigt, kan have en »first mover-fordel« og herved sætte et stormløb i gang, da disse investeringsforeninger kun har få likvide aktiver til rådighed til at imødekomme indløsningerne med. På grund af gearing kan disse indløsningsanmodninger tvinge forvalteren til at sælge en større andel af porteføljen, samtidig med at det påvirker aktivpriserne. På et tidspunkt kan disse investeringsforeninger muligvis forstærke og sprede risiciene til resten af det finansielle system ⁽²⁾. Hvad angår de britiske ejendomsfonde, bidrog suspensioner til at undgå udbredte, hurtige salg af erhvervsjendomme efter folkeafstemningen om Storbritanniens EU-medlemskab (se boks 3). Som Bank of England har påpeget, er der imidlertid stadig en underliggende sårbarhed, som kan vise sig på grund af likviditetsmismatch mellem investeringsforeningernes aktiver og passiver. Fremtidige chok på markedet for erhvervsjendomme kunne udløse cyklusser af indløsninger, suspensioner og salg til underkurs.

⁽¹⁾ Se følgende artikler med eksempler på mulige utilsigtede konsekvenser i forbindelse med den seneste udvikling for så vidt angår britiske ejendomsfonde <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brex-it-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> og <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>

⁽²⁾ Bank of England, »Financial Stability Report — november 2016«.

Boks 3: Foreninger baseret på jord og fast ejendom — britiske ejendomsfonde

Foreninger i Unionen, der er baseret på jord og fast ejendom, har forskellige karakteristika. Foreninger baseret på fast ejendom investerer typisk i mindre likvide aktiver såsom ejendom, ejendomsrettigheder og egenkapitalinteresser i ejendomsselskaber. I nogle lande tillades kun lukkede foreninger baseret på jord og fast ejendom. Her kan investorerne kun indløse andele med en løbetid, der er fastsat på forhånd, og normalt kun på investeringsforeningens udløbsdato. I andre lande giver investeringsforeningens regler og udbudsdokumenterne i åbne strukturer investorerne ret til hyppigere indløsningsanmodninger. Dette kan medføre omfattende likviditetsomdannelse, navnlig hvis disse investeringsforeninger tilbyder ugentlige eller daglige indløsninger.

Et eksempel på bekymringerne i forbindelse med foreninger baseret på jord og fast ejendom opstod i Storbritannien efter EU-afstemningen 23. juni 2016. I perioden fra juli til december 2016 anvendte adskillige af Storbritanniens 19 autoriserede kollektive investeringsordninger ⁽¹⁾, der investerer i direkte ejendom, en form for særlig likviditetsforanstaltning. Det britiske ejendomsmarked havde oplevet faldende værdier og indløsninger fra investeringsforeninger i ca. otte måneder op til afstemningen, og afstemningsresultatet medførte en stigning i indløsningsanmodninger fra investorerne. Omkring 15 investeringsforeninger, der tilbyder daglig handel, oplevede indløsninger på i alt 4,1 pct. af nettoaktivværdien, i et enkelt tilfælde 8 pct. af nettoaktivværdien. Samtidig foretog 10 investeringsforeninger justeringer af prisfastsættelsen til dagsværdi på mellem 4 pct. og 15 pct.

De berørte investeringsforeninger anvendte forskellige tilgange til anvendelsen af likviditetsstyringsværktøjer. I første uge af juli suspenderede seks investeringsforeninger med daglig handel, som repræsenterede ca. 14,6 mia. pund, indløsninger (tre af dem havde også anvendt justeringer af prisfastsættelsen til dagsværdi). En enkelt investeringsforening genoptog handlen efter at have indført en anti-dilution-justering for at afspejle den underkurs, som var nødvendig ved et hurtigt salg af en række ejendomme. De øvrige forvaltere af investeringsforeninger opretholdt suspenderingen af deres investeringsforeninger, indtil de vurderede, at der var tilstrækkelig klarhed med hensyn til værdiansættelsen af aktiver. Den britiske Financial Conduct Authoritys (FCA) regler kræver, at en investeringsforenings forvalter skal tage begrundelsen for en suspension op til genovervejelse mindst hver 28. dag, men har ikke fastsat en maksimumperiode for opretholdelsen af en suspension.

Fra omkring midten af juli begyndte indløsningsefterspørgslen at vende tilbage til et normalt niveau. De investeringsforeninger, som havde suspenderet indløsninger, begyndte gradvis at genoptage handlen. De sidste genoptog handlen i midten af december. Investeringsforeninger, som tilbyder månedlig eller kvartalsvis indløsning, oplevede enten ikke flere indløsningsanmodninger end normalt eller var i stand til at sikre, at der var tilstrækkelig mange kontanter og andre likvide aktiver til at imødekomme efterspørgslen.

Denne episode havde en effekt på visse unit-linked investeringsforeninger, men der var ikke nogen afsmitning til andre aktivklasser. Suspensionen af handlen påvirkede nogle unit-linked investeringsforeninger, som havde investeret i kollektive investeringsordninger for at få eksponering i ejendom som en aktivklasse. Ud af disse investeringsforeninger havde 59, med forvaltede aktiver på i alt 2 mia. pund, investeret i de kollektive investeringsordninger, der havde suspenderet handlen. I nogle tilfælde påvirkede dette deres evne til at opfylde deres ikke-kontraktmæssige forpligtelser, herunder tilbagekøb og overførsler, selv om det ikke påvirkede udbetalingen af ydelser hverken ved forfaldstid eller ved en forsikringstagers død.

Bank of England fremhævede afsmitningsrisici i sin Financial Stability Report fra juli 2016 ⁽²⁾. Markedsbegivenheden var dog af en sådan art, at risikoen for, at den kunne have en systemisk virkning, blev reduceret. Chokket var ikke en udbredt kreditbegivenhed, men var primært koncentreret om Storbritannien, hvor det påvirkede ejendomspriserne. Desuden blev virkningen af indløsninger i investeringsforeninger med daglig handel grundigt inddæmmet ved hjælp af de værktøjer, som investeringsforeningerne allerede rådede over. Værdien af de berørte investeringsforeninger var også lille. Udtrykt i forvaltede aktiver repræsenterede autoriserede ejendomsrelaterede kollektive investeringsordninger omkring 2,7 pct. af britiske åbne investeringsforeninger (949,7 mia. pund). Tilsammen besidder alle åbne investeringsforeninger ca. 35 mia. pund i erhvervsjendomme, dvs. under 10 pct. af markedet (683 mia. pund).

⁽¹⁾ Disse foreninger er AIF'er omfattet af direktiv 2011/61/EU, men skal godkendes i henhold til og er underlagt britisk lovgivning.

⁽²⁾ Bank of England, »Financial Stability Report — juli 2016«.

Et andet eksempel er, når obligationsbaserede foreninger investerer i værdipapirer, der er klassificeret som »non-investment grade«, eller ikke-ratede værdipapirer, hvilket kan medføre betydelig likviditetsmismatch.

I december 2015 meddelte en stor amerikansk investeringsforening, der investerer i højt forrentede obligationer, at den realiserede sin portefølje og suspendede indløsninger. Foreningens forvalter vurderede, at investorernes indløsningsanmodninger i en situation, hvor likviditeten generelt var reduceret på markedet for fastforrentede værdipapirer, betød, at det ikke var praktisk muligt at rejse tilstrækkeligt med kontanter til at imødekomme indløsningsanmodningerne uden at sælge aktiver til underkurs til ulempe for de øvrige andelsindehavere. Dette var konsekvensen af, at investeringsforeningens besiddelser i sig selv var af lav likviditet, f.eks. virksomhedsobligationer med en CCC-rating eller lavere eller ikke-ratede (såkaldte nødlidende værdipapirer), sammen med en lav mængde kontanter og andre likvide aktiver.

De fleste investeringsforeninger i Unionen har ikke store likviditetsmismatch. F.eks. synes aktiebaserede foreninger at foretage begrænset likviditetsomdannelse⁽¹⁾, da de fleste noterede aktier anses for likvide, selv under stressede markedsforhold. På samme måde peger tal for obligationsbaserede foreninger på en sammenhæng mellem likviditets- og løbetidsomdannelse⁽¹⁾. Investeringsforeninger, der fokuserer på mindre likvid virksomhedsgæld, investerer typisk i værdipapirer med en løbetid under gennemsnittet, mens investeringsforeninger, der investerer i mere likvide statsobligationer, normalt investerer i mere langfristede aktiver. En investeringsforening, der investerer i langfristede likvide aktiver, er normalt i stand til at sælge disse til hver en tid, mens en forening, der investerer i kortfristede mindre likvide aktiver, bør kunne omlægge sin portefølje med korte mellemrum og herved begrænse sin likviditetsomdannelse⁽²⁾.

Det største løbetidsmismatch opstår derimod for åbne AIF'er, der investerer i aktiver, som i sig selv er mindre likvide. Hvad specifikt angår foreninger baseret på jord og fast ejendom, repræsenterer de 5 pct. af investeringsforeninger i Europa (658 mia. euro), hvoraf størstedelen er åbne og eksponeret for likviditetsmismatch, som det også fremgår af ESRB's Shadow Banking Monitor (tabel 1 og 2). Foreninger baseret på jord og fast ejendom er også en sektor, hvis betydning er vokset gennem de seneste år, idet forvaltede aktiver er steget med 34 pct. over to år (til 4. kvartal 2016) sammenlignet med 19 pct. for resten af sektoren. ESRB's Shadow Banking Monitor viser også, at hedgefonde (436 mia. euro) foretager likviditetsomdannelse, afhængigt af deres strategi. Til sammenligning er investeringsforeninger baseret på lån stadig en sektor i sin vorden (26 mia. euro).

Tabel 1

Investeringsforeningers likviditetsomdannelse

Foreningstype	Obligationsbaserede foreninger	Hedgefonde	Foreninger baseret på jord og fast ejendom	Børshandlede foreninger	Kapitalfonde
	●	●	●	●	○

Farve: ● = udpræget engagement; ● = middel engagement; ● = lavt engagement; ○ = usandsynligt eller ubetydeligt engagement

Tabel 2

Investeringsforeningers aktiver i euroområdet (billioner euro)

	Dec. 2014	Juni 2015	Dec. 2015	Juni 2016	Dec. 2016	Maj 2017	April 2017
Obligationsbaserede foreninger	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
Aktiebaserede foreninger	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
Hedgefonde	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
Blandede foreninger	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

⁽¹⁾ Se ESRB's »EU Shadow Banking Monitor«, nr. 2, 2017.

⁽²⁾ Se ESRB's »EU Shadow Banking Monitor«, nr. 1, 2016.

	Dec. 2014	Juni 2015	Dec. 2015	Juni 2016	Dec. 2016	Maj 2017	April 2017
Foreninger baseret på jord og fast ejendom	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
I alt	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

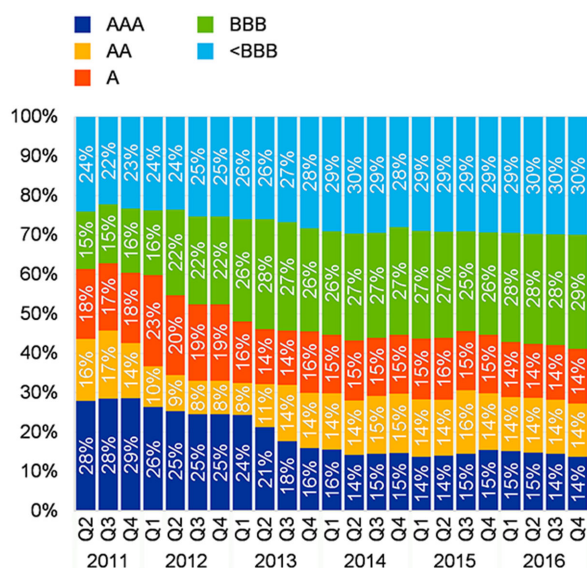
Der er gennem de seneste år observeret et mønster, hvor nogle obligationsbaserede foreninger i EU, herunder investeringsinstitutter, ændrer deres aktiefordeling fra højere til lavere ratede gældsinstrumenter, hvilket giver eksponering for længere løbetider og højere kreditrisiko. Navnlig repræsenterer investeringsforeninger baseret på højrenteobligationer 19 pct. af aktiverne hos obligationsbaserede foreninger, og som tidligere nævnt kan det, afhængig af strukturelle og konjunkturbestemte faktorer inden for markedslividitet, ikke udelukkes, at investeringsforeningerne på et tidspunkt kan blive eksponeret for likviditetsmismatch, i hvert fald midlertidigt. Uden harmoniserede data på EU-niveau er det imidlertid vanskeligt at måle dette problems omfang og investeringsinstitutternes potentielle bidrag til risici for finansiell stabilitet (se boks 4).

Boks 4: Investeringsinstitutters potentielle eksponering over for likviditetsmismatch

I henhold til direktiv 2007/16/EF skal investeringsinstitutter overvejende investere i likvide aktiver. Under stressede markedsforhold kan nogle af de godkendte aktiver imidlertid blive mindre likvide med en midlertidig risiko for likviditetsmismatch til følge. Dette gælder især for foreninger, der investerer i højrenteobligationer. Som reaktion på dette har IOSCO for nylig iværksat en høring om, hvorvidt investeringsforeninger, herunder investeringsinstitutter, bør have yderligere mekanismer til likviditetsstyring ⁽¹⁾.

Obligationsbaserede foreninger i EU: beholdningernes gennemsnitlige rating

(i pct. af samlede aktiver; seneste observation: 4. kv. 2016)



Kilder: Thomson Reuters Lipper, ESMA og Standard & Poor's.

Der er siden 2009 observeret et mønster, som går igen for nogle obligationsbaserede foreninger i Unionen, hvor de ændrer deres aktiefordeling fra højere til lavere ratede gældsinstrumenter, samtidig med at de øger varigheden af deres porteføljer. Selv om dette skift i investeringsmønstre er aftaget gennem de seneste par år, medfører det stadig, at disse foreninger nu er mere eksponeret over for ændringer i obligationsrenten. Mindre likvide porteføljer og lavere kontantbeholdninger kan gøre det vanskeligere for obligationsbaserede foreninger at bringe deres portefølje i balance igen efter omfattende indløsningsanmodninger, dvs. uden at forårsage afsmitning på obligationsmarkederne.

Selv om der er tal, der tyder på en øget risikotagning på baggrund af reduceret likviditet på obligationsmarkederne ⁽²⁾, betyder manglen på granulære oplysninger om investeringsinstitutternes aktiver (f.eks. likviditet) og passiver, at der ikke kan foretages en udførlig vurdering af risikoen for finansiell stabilitet. For at kunne vurdere denne risikos omfang kræver det, at investeringsinstitutternes administrationselskaber har rapporteringspligt, jf. henstilling D. Dette indebærer indsamling og udveksling af granulære og harmoniserede data. Hvis der er analytisk evidens, der viser, at dele af investeringsinstituttors sektoren er eksponeret for betydelig likviditetsmismatch, kan det dog være nødvendigt at revidere henstilling B, så den omfatter visse specifikke investeringsinstitutprodukter.

⁽¹⁾ »IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management — Good Practices and Issues for Consideration«, Consultation report, juli 2017.

⁽²⁾ »Shifting tides— market liquidity and market-making in fixed income instruments«, BIS, 2015.

FSB anbefaler⁽¹⁾, at investeringsforeningernes aktiver og investeringsstrategier er i overensstemmelse med betingelserne for indløsning af andele i investeringsforeningen, både ved foreningens oprettelse og løbende (for nye og eksisterende investeringsforeninger). Dette bør tage højde for aktivernes forventede likviditet og investoradfærden under både normale og stressede markedsforhold.

Yderligere bestemmelser på området skal være i overensstemmelse med den eksisterende ramme inden for direktiv 2011/61/EU, som allerede kræver overensstemmelse mellem investeringsfondens investeringsstrategi, likviditetsprofil og indløsningspolitik og kræver hensigtsmæssige grænser for likviditetsstyringen og stresstest. Inden for det nuværende regelsæt bør FAIF'er være i stand til over for deres kompetente nationale myndigheder at godtgøre, at de har indført passende likviditetsstyringssystemer og effektive procedurer. På grundlag af de seneste tal har ESRB imidlertid observeret, at der stadig er AIF'er, der foretager omfattende likviditetsomdannelse⁽²⁾. Derfor vil det bidrage til at nå målene i direktiv 2011/61/EU og sikre en mere konsekvent gennemførelse af direktivet, hvis det bliver obligatorisk for investeringsfonde, der investerer i mindre likvide aktiver, at godtgøre, at de har indført passende likviditetsstyringssystemer. Det vil fremme anvendelsen af specifikke foranstaltninger for investeringsfonde, der investerer i mindre likvide aktiver, f.eks. interne grænser for mindre likvide aktiver.

Betydelig likviditetsomdannelse bør undgås. Nogle medlemsstater har indført skræddersyede ordninger i deres nationale lovgivning, hvor de opstiller betingelserne for, at AIF'er må forvalte aktiver, der anses for mindre likvide, f.eks. jord og fast ejendom og lån. I sin udtalelse til Europa-Parlamentet, Rådet og Kommissionen⁽³⁾ pegede ESMA på, at AIF'er, der udsteder lån, bør oprettes som lukkede formidlere uden ret til regelmæssig indløsning af andele. Andre lande har indført strukturelle foranstaltninger for at fjerne de risici for brandudsalg, som følger af omfattende indløsningsanmodninger. Hvis f.eks. en ikke ubetydelig del af porteføljen er illikvid, er den lukkede form påkrævet på grund af selve arten af de aktiver, som den kollektive investeringsordning besidder. Forvalteren bør kun give investorerne mulighed for at anmode om tilbagebetaling i løbet af AIF'ens levetid, hvis visse betingelser er opfyldt. Dette bør finde sted med faste intervaller, f.eks. i henhold til bestemmelserne i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2015/760⁽⁴⁾.

Denne henstilling anbefaler ESMA at opstille en liste over aktiver, som i sig selv er mindre likvide. På nuværende tidspunkt findes der ikke nogen definition af likvide eller mindre likvide aktiver i forordningerne (se boks 5), selv om formålet ikke er at foreslå en sådan definition, men i stedet at fremme en ensartet tilgang til gennemførelsen af de ovennævnte bestemmelser i direktiv 2011/61/EU. I udtrykket »mindre likvid« ligger også, at aktiverne sjældent, eller aldrig, er helt illikvide.

Da det er nødvendigt med konsistens på tværs af sektorerne, bør ESMA høre EBA og EIOPA, når listen udarbejdes. Når en lovgiver betegner et aktiv som illikvidt eller mindre likvidt, sendes der et signal til markedsdeltagerne. Og uanset hvem der sælger aktivet (reguleret, ureguleret, bank eller ikke-bank), er gruppen af købere generelt den samme under stressede markedsforhold. Derfor er det ønskværdigt med konsistens mellem lovgivningstilgangene⁽⁵⁾.

Listen over aktiver, som i sig selv er mindre likvide, bør omfatte aktiver, der ikke uden videre og hurtigt kan konverteres til kontanter med kun et mindre værditab under markedsstress. Analysen af aktivlikviditeten bør bl.a. tage højde for den tid, der kræves for at realisere disse aktiver under stressede markedsforhold uden at være nødt til at acceptere en betydelig underkurs. Når listen sammensættes, bør ESMA navnlig tage fast ejendom, unoterede værdipapirer (herunder privat egenkapital), lån og andre alternative aktiver i betragtning. Aktiver, der under normale markedsforhold kan sælges uden at være nødt til at acceptere en betydelig underkurs, bør ikke stå på listen, da denne henstilling tager sigte på at behandle strukturelle problemer, som skyldes aktiver, der i sig selv er mindre likvide.

⁽¹⁾ FSB, Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities, januar 2017.

⁽²⁾ ESRB's »EU Shadow Banking Monitor«, november 2017.

⁽³⁾ ESMA, »Key principles for a European framework on loan origination by funds«, april 2016.

⁽⁴⁾ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2015/760 af 29. april 2015 om europæiske langsigtede investeringsfonde (EUT L 123 af 19.5.2015, s. 98).

⁽⁵⁾ Nødvendigheden af et samarbejde mellem lovgiverne inden for disse spørgsmål er tilsyneladende bredt anerkendt (f.eks. artikel 46, stk. 3, og artikel 11, stk. 15, i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modpart og transaktionsregistre (EUT L 201 af 27.7.2012, s. 1), som fastsætter risikoreduktionsteknikker for OTC-derivataftaler, der ikke cleares af en clearingcentral, der fungerer som central modpart.

Når en investeringsforening tilbyder eksponering over for mindre likvide aktiver, kan dens forvalter have mulighed for at indføre tiltag for at imødegå likviditetsrisiko⁽¹⁾. Forvalterne vil derefter over for de relevante kompetente nationale myndigheder skulle godtgøre, både ved investeringsforeningens oprettelse og løbende herefter (dvs. under godkendelsesprocessen og efter godkendelsen for investeringsforeninger, som er underlagt en godkendelsesprocedure), at de kan følge deres investeringsstrategi under alle forudsigelige markedsforhold. Efter at forvalterne har taget højde for alle regler, der gælder for investeringsforeningen, har de, i overensstemmelse med deres investeringspolitik, forskellige måder til at sikre konsistens mellem deres investeringsstrategi og investeringsforeningens indløsningsprofil, både under udformningen af foreningen og løbende⁽¹⁾. Heri indgår:

- foreningstype (f.eks. lukket investeringsforening, europæisk langsigtet investeringsforening)
- indløsningspolitik
- investeringspolitik, herunder interne grænser for aktiver, der står på listen, buffer af likvide aktiver, spredning (på eksponeringer eller modparter) og grænser for investeringsforeningens størrelse i forhold til det underliggende marked
- implementering af a-LMT
- likviditetsstyringsprocesser, herunder f.eks. definition af relevante grænser, klassificering af aktiver i likviditetskurve, overvågning af koncentrationen af investorer og forventede indløsningsmønstre.

Især bør de kompetente nationale myndigheder oplyses om anvendelsen af interne grænser ved oprettelsen af de relevante investeringsforeninger, hvorefter myndighederne skal underrettes, når disse grænser ændres, og på tilsynsmyndighedernes anmodning. Information af investorerne bør også implementeres på grundlag af den vejledning, som bør udarbejdes af ESMA.

I nogle tilfælde kan det være en uforholdsmæssig stor byrde for især forvaltere af små foreninger at vise, at de kan overholde investeringsforeningens investeringsstrategi. Derfor bør de kompetente nationale myndigheder have visse skønsbeføjelser til at udforme en ordning, som giver FAIF'er mulighed for at vise, at de kan overholde foreningens investeringsstrategi. De kompetente nationale myndigheders vurdering kan f.eks. tage resultaterne af stresstest i betragtning.

Der findes ikke en fælles definition af »markedslikviditet« i EU-lovgivningen, som kunne danne grundlag for en liste over mindre likvide aktiver. De enkelte retsakter griber likviditetsproblematikken an på forskellige måder, alt efter deres formål (se boks 5). Et eksempel på de tilgange, der anvendes på nationalt plan, indgår i FCA's høringsdokument om illikvide aktiver og åbne investeringsforeninger⁽²⁾, som peger på en række karakteristika, der er fælles for illikvide aktiver:

- De handles ikke på et organiseret marked.
- Der kan være stor ubalance mellem udbud og efterspørgsel.
- Det tager sandsynligvis tid for køber og sælger at forhandle om prisen og de øvrige vilkår for transaktionen.
- Værdiansættelsen af aktivet er en kompliceret proces.
- Fysiske aktiver købes og sælges typisk i deres helhed.
- På grund af disse faktorer og andre mulige vanskeligheder som f.eks. restriktioner for fri overdragelse af ejendomsretten tager det ofte lang tid at gennemføre transaktionerne.

Boks 5: Likviditet i EU-lovgivningen

Direktiv 2007/16/EF kræver vedrørende godkendte aktiver, at investeringsinstitutterne overvejende investerer i likvide aktiver, og opstiller specifikke regler for, hvornår værdipapirer, pengemarkedsinstrumenter og derivater kan godkendes. Generelt kan værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter anses for likvide, hvis de får adgang til eller handles på et reguleret marked. Mindre likvide aktiver defineres ikke udtrykkeligt, men anses for ikke-godkendte investeringer i henhold til direktiv 2009/65/EF. Dette er navnlig tilfældet for aktiver i form af fysiske råvarer og fast ejendom.

⁽¹⁾ »IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management — Good Practices and Issues for Consideration«, Consultation report, juli 2017.

⁽²⁾ Financial Conduct Authority, »Illiquid assets and open-ended investment funds«, discussion paper (DP 17/1), februar 2017.

Begrebet »likviditet« nævnes i adskillige andre EU-retsakter, jf. nedenfor.

- Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 909/2014 ⁽¹⁾ bestemmer, at en værdipapircentral skal investere i kontantinstrumenter eller i højlikvide finansielle instrumenter med minimal markeds- og kreditrisiko. Forordning (EU) nr. 909/2014 definerer imidlertid ikke udtrykkeligt likviditet, men anbefaler i stedet, at ESMA, EBA og ESCB udarbejder udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder med nærmere angivelse af de finansielle instrumenter, der kan anses for højlikvide.
- Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1131 ⁽²⁾ om pengemarkedsforeninger indeholder likviditetstærsker for aktiver, som kan anses for at tilvejebringe daglig og ugentlig likviditet, selv om likviditet ikke er udtrykkelig defineret. Forordning (EU) 2017/1131 er baseret på den tankegang, at en tidlig forfaldsdato for aktiver bidrager til at sikre, at investorerne kan få deres penge tilbage.
- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU ⁽³⁾ behandler de metoder, der anvendes til at beregne likviditeten i andre finansielle instrumenter end aktier, f.eks. obligationer. ESMA tager to alternative metoder til beregning af likviditet i betragtning, nemlig beregning for hvert enkelt instrument og beregning for kategorier af finansielle instrumenter. ESMA har senere anvendt metoden med beregning for hvert enkelt instrument i sine reguleringsmæssige tekniske standarder for beregning af obligationers likviditet.
- Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 ⁽⁴⁾ definerer likvide aktiver i forbindelse med kreditinstitutters likviditetsbuffer som de eneste frit overdragelige aktiver, som hurtigt kan konverteres til kontanter på private markeder og uden et væsentligt værditab. Forordningen skelner mellem aktiver med særdeles stor likviditet og særdeles høj kreditkvalitet (aktiver på niveau 1) og aktiver med stor likviditet og høj kreditkvalitet (aktiver på niveau 2). Aktiver på niveau 1 omfatter kontanter, indskud i centralbanken, stats- eller statsgaranterede obligationer fra et EU-land og særligt dækkede realkreditobligationer, der opfylder visse betingelser. Aktiver på niveau 2 omfatter statsobligationer fra tredjelande og obligationer udstedt af offentlige enheder og både særligt dækkede realkreditobligationer og virksomhedsobligationer på grundlag af deres kreditkvalitet. De omfatter også securitiseringer af høj kvalitet og aktier, der er en del af et større aktieindeks.

Det amerikanske børstilsyn, Securities and Exchange Commission (SEC), anvender en tilgang, som muligvis kan være et brugbart grundlag for udviklingen af en metode i EU til vurdering af likviditet og til oprettelse af en liste over mindre likvide aktiver. I SEC's tilgang defineres aktivbeholdningers »illikviditet« ikke i absolutte tal, men også under hensyntagen til størrelse (f.eks. investeringsforeningernes aktivbeholdninger). Se boks 6 nedenfor.

Boks 6: SEC's sammensatte likviditetsscore

SEC har behandlet likviditetsproblematikken i en nyere afgørelse ⁽⁵⁾, der indebar ændringer med hensyn til åbne investeringsforeningers information om likviditetsrisiko. Afgørelsen indeholder en ny ordning for klassifikation af likviditet på grundlag af det antal dage, inden for hvilke en investering kan konverteres til kontanter, uden at investeringens markedsværdi ændres væsentligt. SEC foreslår nærmere bestemt, at en klassifikation af en investering som illikvid indebærer, at investeringsforeningen ikke med rimelighed kan forvente at sælge investeringen inden for syv kalenderdage uden en betydelig effekt på dens markedsværdi. Endvidere kræver SEC, at en investeringsforening tager hensyn til sin positions størrelse samt dybden af handelsmarkedet for investeringen, når en investering klassificeres som likvid eller illikvid.

SEC kræver i sin afgørelse, at investeringsforeningernes forvaltere vurderer og gennemgår deres likviditetsrisiko mindst en gang om året på grundlag af en række faktorer som strategi, pengestrømme, kontanter og særlige forhold, hvad angår ETF'er (Exchange Traded Funds). Begrundelsen for denne gennemgang er SEC's bekymring for, at en såkaldt »check-the-box«-løsning kan medføre en likviditetsvurdering, som ikke giver et korrekt billede af foreningens evne til at sælge sin portefølje (eller en del af den) for at imødekomme indløsninger uden at påvirke markedet.

⁽¹⁾ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 909/2014 af 23. juli 2014 om forbedring af værdipapirafviklingen i Den Europæiske Union og om værdipapircentraler samt om ændring af direktiv 98/26/EF og 2014/65/EU samt forordning (EU) nr. 236/2012 (EUT L 257 af 28.8.2014, s. 1).

⁽²⁾ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1131 af 14. juni 2017 om pengemarkedsforeninger (EUT L 169 af 30.6.2017, s. 8).

⁽³⁾ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349).

⁽⁴⁾ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (EUT L 176 af 27.6.2013, s. 1).

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

Endvidere kræver SEC, at en investeringsforening gør sig »overvejelser med hensyn til marked, handel og investeringer«, når den klassificerer sine porteføljeinvesteringers likviditet, uden at SEC dog går i detaljer med hensyn til disse aspekter.

For visse fastforrentede værdipapirer er der f.eks. ofte en lav handelshyppighed. Dette vil dog ikke nødvendigvis indikere, at et værdipapir er illikvidt, og en investeringsforening vil måske stadig kunne sælge det rimelig hurtigt. Der kan opnås mere pålidelige estimater med en evaluering af de parametre, som SEC foreslår ⁽¹⁾. Denne type sammensatte likviditets-scoringer kunne omfatte faktorer, der er baseret på aktivet, markedet og værdipapirets porteføljeegenskaber, jf. nedenfor.

- Aktivfaktorerne tager udgangspunkt i et aktivs struktur. Jo vanskeligere det er at værdisætte et værdipapir, og jo mindre det opfylder standarderne, desto mere illikvidt vil det normalt være. Hvad angår fastforrentede produkter, kan specifikationer såsom løbetid, rating og udstedelsesdato muligvis også påvirke likviditeten.
- Markedsfaktorer vedrører et aktivs udstedelse og dets sekundære marked. Jo flere markeder der er, hvorpå et værdipapir kan handles, desto mindre illikvidt vil det typisk være. Markeds kvalitetsfaktorerne omfatter også antallet, diversiteten og kvaliteten af deltagerne i disse markeder. De kan også vedrøre omkostningerne ved handel i disse markeder og afhænge af de realiseringsomkostninger, som kan være forbundet med at operere i et andet land og en anden valuta.
- Handelsfaktorer er målinger med hensyn til et værdipapirs pris og handelsvolumen. Spænd mellem købs- og salgspris kan sammen med handelsvolumen og handelshyppighed anvendes til at måle en potentiel illikviditet. Historiske data for volumen kan f.eks. give et estimat af den maksimumvolumen, der kan anvendes til at vurdere en handelsmarkedseffekt.
- Porteføljefaktorer er porteføljespecifikke målinger. Investeringsforeningerne bør tage hensyn til deres positions størrelse i forhold til den daglige handelsvolumen og udestående beløb. De bør imidlertid også tage hensyn til forholdet mellem aktiverne og andre porteføljeaktiver (f.eks. derivater). Endelig kan illikviditet også relatere til klynger af portefølje-positioner. Dette kan være en kilde til illikviditet, hvis alle investeringsforeningens aktiver er af samme type og handles på det samme marked.

Da SEC's tilgang kan udgøre et nyttigt grundlag for en kommende europæisk definition af illikviditet, kan det være ønskværdigt at lægge EU-tilgangen tæt op ad denne. Set ud fra en politisk synsvinkel vil dette medføre en yderligere fordel, da det ville være en effektiv global standard til brug for evalueringen af illikviditet i investeringsforeninger, hvis Unionens og USA's lovrammer var stort set identiske.

II.2.2. Utsigtede effekter

På aktivsiden ville forvaltere, der implementerer interne grænser, ikke fuldstændig fjerne »first mover-fordelen«. Investorer, der indløser førtidigt, vil muligvis stadig vælge likvide aktiver for at undgå at blive fanget i en illikvid investeringsforening. For så vidt som det vil øge tilliden til investeringsforeningens kapacitet til at indløse, hvis der er tilgængelige likvide aktiver, bør det imidlertid også medføre en generel nedsættelse af risikoen for investorstormløb.

Implementering af en intern grænse kan medføre unødige hindringer for forvalterens evne til at anvende tilgængelige likvide aktiver til at imødekomme indløsninger. Dette er f.eks. tilfældet, når forvalteren ikke kan anvende likvide aktiver uden at overskride den interne grænse. Det er imidlertid muligt at modificere dette problems omfang. Inden for direktiv 2011/61/EU vil det muligvis ikke i sig selv kræve handling fra FAIF'ens side, hvis en grænse overskrides, da det vil afhænge af de faktiske omstændigheder og af de toleranceværdier, som FAIF'en har fastsat. Disse toleranceværdier udløser løbende overvågning eller afhjælpningsforanstaltninger, alt efter omstændighederne.

⁽¹⁾ SEC's dokument opstiller ni faktorer for klassifikationen af portefølje-positioner i et bestemt aktiv.

I de værste tænkelige tilfælde kan det være konjunkturførstærkende, når et aktiv tilføjes på listen, da det kan udløse salg af aktivet og forårsage priskollaps. Forvalteren af investeringsforeningen kan blive nødt til at sælge aktivet for at overholde nye interne grænser eller vil måske forvente en negativ reaktion fra investorerne og herved udløse netop det problem, som listen skulle reducere. På samme måde kan stigmatiseringen af et aktiv, fordi det ikke er likvidt, muligvis helt afholde nogle investeringsforeninger fra at investere i det, hvilket kan have konsekvenser for de finansielle markeders funktion. Derfor bør listen kun indeholde aktiver, som »i sig selv« er mindre likvide, et kendetegn, som markedsdeltagerne allerede bør have identificeret. Desuden vil investorerne, når de investerer i aktiver, som »i sig selv« er mindre likvide, allerede forvente, at forvalterne har en investeringspolitik, der er overensstemmende med deres indløsningspolitik, som det foreskrives i direktiv 2011/61/EU. Endelig vil det være nødvendigt med overgangsordninger, når et aktiv tilføjes på listen, så forvalteren har tid til at opfylde betingelserne og for at undgå tvangssalg.

På passivside vil en nedsættelse af indfrielsehyppigheden sandsynligvis øge handelsvolumen, hvilket kan få en indvirkning på priserne i situationer med markedsstress. I stedet for at opleve regelmæssige udgående pengestrømme vil investeringsforeningen akkumulere mange forskellige ordrer, som skal behandles på samme tid. En mulighed ville være at indføre opsigelsesfrister⁽¹⁾, der afspejler den tid, som det forventes at tage at afhænde de underliggende aktiver. En anden mulighed ville være at anvende et køsystem, således at anmodninger om indfrielse ikke skal imødekommes på det næste værdiansættelsestidspunkt, efter at de er blevet accepteret af forvalteren. Det ville give forvalteren mulighed for at beregne den nødvendige likviditet til at imødekomme anmodninger om indfrielse endnu tidligere og begynde at sælge investeringer, hvis det er nødvendigt. Dette kunne nedbringe risikoen for, at transaktioner skal gennemføres til brandudsalgspriser.

Endelig bør risikoen for regelarbitrage anerkendes. Der er en risiko 1) for uregulerede AIF'er, som ikke er omfattet af henstillingens anvendelsesområde, og 2) hvis en forvalter registrerer en investeringsforening under direktivet om investeringsinstitutter med det formål at foretage en større investering i et aktiv, der er opført som i sig selv mindre likvidt, forudsat at dette aktiv anses for godkendt i medfør af dette direktiv. I det sidstnævnte scenario ville investeringsforeningen imidlertid derefter være underlagt bestemmelserne i direktiv 2009/65/EF, der i visse henseender er strengere end bestemmelserne i direktiv 2011/61/EU. Dette reducerer tilskyndelsen til at registrere foreningen under direktivet om investeringsinstitutter for at undgå restriktionerne for AIF'er.

II.3. Henstilling C — Stresstest

II.3.1. Økonomisk baggrund og tilsigtede effekter

Mikroprudentielle stresstest skal forbedre risiko- og porteføljestyringen i den enkelte investeringsforening og på forvalterniveau. Testene simulerer ekstreme eller ugunstige, men dog troværdige, økonomiske og finansielle forhold med henblik på at undersøge, hvilke konsekvenser de har for en investeringsforenings resultater og for dens evne til at imødekomme anmodninger om indløsning, selv til en nedsat nettoaktivværdi. De omfatter scenarioanalyser, som giver et bedre indblik i de risici, som hidrører fra potentielle ændringer i markedsforholdene, der kan få en negativ effekt på de forvaltede porteføljer. Under normale markedsforhold identificerer stresstest investeringsprodukters/-strategiers potentielle svagheder og hjælper investeringsforeningernes administrationsselskaber med at tilpasse styringen af deres porteføljerisiko og forberede sig operationelt på en krise. I kriseperioder understøtter stresstest tilpasningen til de særlige forhold, der gælder under en krise, krisestyring og videregivelse af oplysninger til afviklingsmyndigheden. Stresstest er derfor værktøjer til risikostyring og beslutningstagning.

Investeringsforeninger har forskellige karakteristika, som alle påvirker den enkelte investeringsforenings likviditetsrisiko og dermed udformningen af en relevant stresstest på investeringsforeningsniveau. Aktivside karakteriseres f.eks. ved de væsentligste markeder og instrumenter, investeringsstrategien og tidshorisonten, det geografiske fokus, porteføljekoncentrationer, porteføljeomsætning og handlernes typiske størrelse. Passivside karakteriseres ved investeringsforeningens investorbase, som enten kan bestå af detailinvestorer eller institutionelle investorer eller en kombination af disse, som alle har deres individuelle porteføljesammensætning og likviditetsbehov, måske deres egne lovkrav (banker, forsikringsselskaber og pensionskasser) og derfor udviser deres egen investorfærd. Koncentrationen pr. investortype i en investeringsforening er særlig relevant, fordi en høj koncentration kan føre til store, samtidige indløsningsanmodninger.

⁽¹⁾ Det skal bemærkes, at anvendelsen af en opsigelsesfrist giver en række praktiske udfordringer som følge af den tid, der går mellem ordreindgangen og behandlingen af den. Især investeringsforeninger, der følger et benchmark, vil blive tilskyndet til at handle så tæt som muligt på fristens udløb for at maksimere deres resultat, selv om dette har en negativ indvirkning på markedet.

På grund af investeringsforeningernes store forskellighed er der ingen obligatoriske specifikationer for stresstestscenarier. Aktuelt er der derfor stor forskel på parametre, omfang, hyppighed og detaljeringsgrad af de stresstest, der gennemføres inden for branchen. Ikke desto mindre findes der en række relevante, veletablerede fremgangsmåder, som omfatter begge sider af balancen. Stresstest til investeringsforeningers passivside er simuleringer af indløsninger. Disse simuleringer kalibreres typisk på grundlag af en analyse af passivernes stabilitet, der igen afhænger af investortypen og koncentrationen af passiverne. Simuleringerne kan eventuelt omfatte historiske eller hypotetiske indløsnings-scenarier, indløsninger foretaget af de største investorer, indløsninger svarende til de hidtil største indløsninger og en analyse af markedsudviklingen og peergrupper. Stresstestene bør også omfatte investeringsforeningens aktivside, hvilket vil sige en simulering af likviditeten af en investeringsforenings aktiver under forskellige markedsforhold. Simuleringen tager højde for investeringsforeningens evne til at sælge aktiver, uden at det får en stor effekt på prisen. Scenarierne kan omfatte en reduktion i handelsvolumen af visse instrumenter eller inden for visse markedssegmenter (tab som følge af en stigning i kursspænd), skøn over den maksimale mulige realisation på én dag eller skøn over realisationstiden, der foretages på grundlag af en opdeling af investeringsforeningens aktiver (i f.eks. likviditetskategorier) og bør også tage højde for samspillet mellem markeds- og likviditetsrisiko for de pågældende aktiver.

Vejledning i forbindelse med individuel stresstestpraksis forventes at reducere likviditetsrisikoen på både investeringsforenings- og systemniveau samt at styrke enhedernes likviditetsstyring i investorernes interesse, hvilket omfatter en reduktion af uventede indløsningsperioder. Stresstest er værktøjer, der understøtter analysen af de allerede eksisterende strategiers styrker. Testene skal identificere svaghederne i en investeringsstrategi og forberede investeringsforeningen på en krise. Hvis stresstest anvendes korrekt — som et værktøj til risikostyring og beslutningstagning — bør de nedbringe likviditetsrisikoen på investeringsforeningsniveau og derved bidrage til lavere likviditetsrisiko på systemniveau.

Vejledningen bør adressere manglerne ved stresstestprocedurer, som det fremgik af ESRB's undersøgelse af stresstestpraksis. I henhold til ESMA's vejledning bør enhederne forstå mindstekravene til gennemførelsen af stresstest og udbedre mangler på grund af anvendelsen af for små haircuts, hyppigheden af stresstest og udformningen af scenariet samt en simpel anvendelse af historiske data. Vejledningen peger på, at det bør være karakteristika, der er specifikke for den enkelte investeringsforening eller virksomhed, der bør bestemme hyppigheden og udformningen af stresstest. Hertil kommer, at den tilsigtede effekt med vejledningen også er at forpligte virksomhederne til — når de udformer stressscenarier — at anvende den hårdhedsgrad, som det er sandsynligt, at de møder på markedet. Endelig bør stresstestenes kompleksitet — på grund af den store forskellighed inden for investeringsforeningssektoren — afstemmes med investeringsforeningens specifikke risiko- og indløsningsprofil, uden at der forsøges opnået en alt for stor konformitet i stresstestscenarierne. Vejledningen bør bidrage til, at der gennemføres mere præcise og hensigtsmæssige stresstest på investeringsforeningsniveau, som medfører mindre tvivl om risikoniveauet på systemniveau.

Henstilling C er i tråd med ESMA's forpligtelse til at vejlede om gennemførelsen af stresstest af pengemarkedsforeninger i forordning (EU) 2017/1131. ESMA er i henhold til forordningen forpligtet til at udstede retningslinjer om de fælles referenceparametre for stresstestscenarier.

Forvalterne skal regelmæssigt gennemføre stresstest af de investeringsforeninger, som de forvalter. Stresstest er et krav for investeringsinstitutter og AIF'er. Dette gælder dog ikke AIF'er af den ikke-gearedede lukkede type, eller hvor det ikke er hensigtsmæssigt for investeringsinstitutter (artikel 40, stk. 3, i direktiv 2010/43/EU, artikel 16, stk. 1, i direktiv 2011/61/EU og artikel 48 i delegeret forordning (EU) nr. 231/2013). For begge typer af investeringsforeninger gælder det, at stresstest giver forvalterne mulighed for at vurdere likviditetsrisikoen både under normale og ekstraordinære likviditetsforhold. I henhold til indberetningsordningen i direktiv 2011/61/EU skal stresstestresultater indberettes til den kompetente nationale myndighed, og disse oplysninger skal gøres tilgængelige for ESMA og ESRB. Forordning (EU) 2017/1131 indfører detaljerede forpligtelser for pengemarkedsforeninger til at gennemføre stresstest, som andre investeringsforeninger også kunne drage nytte af.

Kravene til at gennemføre stresstest er mindre detaljerede for investeringsinstitutter end for AIF'er. Dette skyldes de særlige karakteristika, for så vidt angår investeringsinstitutters aktiv- og passivside (dvs. definitionerne på godkendte aktiver, som skal være likvide, og en investorbase, som hovedsagelig består af detailinvestorer), og de forskellige lovkrav.

Reglerne for stresstest af AIF'er er dog mere detaljerede, jf. delegeret forordning (EU) nr. 231/2013.

- a) Stresstest bør simulere mangel på likviditet og atypiske indløsningsanmodninger. Stresstesten bør som minimum tage højde for nylige og forventede fremtidige anmodninger om indløsning og bør analysere den tid, der er nødvendig for at imødekomme dem. Stresstesten bør også omfatte en test af markedsfaktorer, f.eks. valutakursen, som kan påvirke FAIF'ens eller AIF'ens kreditprofil. Den anvendte metode til stresstesten bør endvidere tage højde for værdiansættelsesfølsomhed i stresssituationer.
- b) AIF'ens risikoprofil, der er en funktion af investeringsstrategien, likviditetsprofilen, investortypen og indløsningspolitikken, bestemmer hyppigheden af stresstestene med udgangspunkt i en årlig minimumshyppighed. FAIF'en skal handle i alle AIF-investorers interesse med hensyn til AIF'ens udformning og tilstrækkeligheden af likviditetsstyringspolitikker og -procedurer, når stresstest peger i retning af en betydeligt større end forventet likviditetsrisiko.

En ESRB-undersøgelse af stresstestpraksis hos forvaltere af investeringsforeninger viste, at de fleste forvaltere i Unionen gennemfører regelmæssige stresstest. Omkring 93 % af de forvaltere, der var omfattet af ESRB's undersøgelse ⁽¹⁾, stresstester regelmæssigt alle investeringsforeninger, som de forvalter, og gennemfører yderligere stresstest (eller har mulighed for at gøre det), når der sker væsentlige ændringer. Som følge af de forskellige typer af forvaltere og foreninger, som var omfattet af undersøgelsen, afslørede den også betragtelige forskelle med hensyn til, hvor ofte stresstestene bliver gennemført, hvilke typer stresstest forvalterne anvender, samt kompleksiteten af de gennemførte stresstest (jf. punkttopstillingen nedenfor):

- **Selv om det primært er den enkelte investeringsforenings særlige karakteristika, som skal afgøre, hvor ofte der gennemføres en stresstest, er det kun et fåtal af forvalterne, der gennemfører stresstest med en hyppighed, der er tilpasset den specifikke investeringsforening.** De gennemfører dem i stedet med samme hyppighed i hele virksomheden, dvs. i alle investeringsforeninger, som de forvalter. Dette er endog tilfældet for store investeringsselskaber, som forvalter mange forskellige typer af investeringsforeninger. En stor del af de forvaltere, som gennemfører stresstest med en hyppighed, der er tilpasset den enkelte investeringsforening, skelner mellem investeringsinstitutter og AIF'er i stedet for at tilpasse hyppigheden til investeringsforeningernes forskellige porteføljesammensætninger.
- **En stor del af forvalterne bruger flere forskellige likviditetsscenarier, som typisk repræsenterer forskellige markedsforhold.** Et grundelement i enhver stresstest er et underliggende scenario, som repræsenterer markedsforhold under betydelig stress. Der er dog stor forskel på hårdhedsgraden af de stressscenarier, som forvalterne anvender. For nogle af scenariernes vedkommende er det yderst tvivlsomt, om de overhovedet repræsenterer stressede markedsforhold. På aktivsiden er nogle af de anvendte haircut ret små, hvilket gør dem mindre egnede til at repræsentere betydelige ændringer i markedslivlikviditeten. På passivsiden bør investeringsforeninger, der ikke hidtil har oplevet indløsningspres, ikke udelukkende basere deres indløsningsscenarier på historiske data.
- **Ligesom der er store forskelle mellem de forskellige typer af forvaltere og investeringsforeninger, er der også meget stor forskel på kompleksiteten af de stresstestscenarier, som forvalterne anvender.** Nogle forvaltere anvender enkle hypotetiske scenarier, der ikke understøttes af nogen form for data, mens andre anvender sofistiskerede statistiske metoder til at udforme specifikke scenarier for den enkelte investeringsforening. Det er i sagens natur svært at definere fornuftige likviditetsscenarier. I modsætning til markedsrisiko, hvor der er rigelige data til rådighed, er det meget mere kompliceret at udarbejde en model til en likviditetsstresstest. På aktivsiden kan det være en meget stor udfordring at udarbejde en model af en likviditetsprofil i en stresssituation. Dette gælder især for aktiver, hvor der ikke umiddelbart foreligger transaktionsdata (f.eks. fastforrentede instrumenter). På passivsiden er det ikke så ligetil at forudsige investorernes adfærd under markedsstress, som afhænger af en lang række faktorer, f.eks. af andelen af institutionelle investorer i forhold til investorer på detailniveau eller andelen af »træge« kunder. Problemet er endnu mere udtalt for investeringsinstitutterne, fordi forvalterne normalt kun har få oplysninger om investeringsinstitutternes investorprofiler. Reguleringsmæssige aspekter synes kun at spille en mindre rolle ved modelleringen af scenarierne. Stressscenarier udformes derfor i overensstemmelse med de eksponeringer pr. aktivklasse og den indløsningsplan, som gælder for investeringsforeningen.

⁽¹⁾ Hovedmålet med ESRB's undersøgelse var at give et overblik over europæiske porteføljevalteres stresstestpraksis, primært for at analysere, i hvilket omfang de enkelte investeringsforeninger dækker likviditetsstress (dvs. en investeringsforenings evne til at imødekomme anmodninger om store indløsninger) i forbindelse med deres stresstest. ESRB's undersøgelse omfattede 274 forvaltere af investeringsforeninger i Unionen og indbefattede spørgsmål om porteføljevalternes nuværende praksis med hensyn til styring af likviditetsrisiko og stresstest.

Stresstest bør gennemføres under forskellige betingelser, som f.eks. atypiske indløsningsanmodninger og en unormal udvikling i aktivpriserne, og kan også tage højde for begivenheder som f.eks. modparts misligholdelse og andre risikofaktorer (f.eks. politiske risici). ESMA's vejledning bør gives i henhold til, hvilken type scenario en investeringsforening bør overveje, når en stresstest udarbejdes. Scenarierne bør omfatte scenarier, som er baseret på tidligere prisudsving, og hypotetiske scenarier. Historiske scenarier modellerer stresstestens parametre på baggrund af en tidligere krise og beregner effekten, som den ville have haft på investeringsforeningen. Stresstest bør ikke udelukkende baseres på historiske scenarier, da fremtidige kriser sandsynligvis vil være anderledes end tidligere kriser, og det er svært helt præcist at genskabe tidligere kriser. Hypotetiske scenarier kan baseres på økonomiske chok eller investorernes eller forvalterens særlige adfærdsmønstre. Udformningen af disse hypotetiske scenarier bør stemme overens med den pågældende foreningstypes specifikke følsomhed og foreningens strategi.

Omvendte stresstest kan fuldende den samlede stresstestøvelse. Anvendelsen af omvendte stresstest kan give et nyttigt indblik i, hvordan investeringsforeningen reagerer, indtil den er tæt på et sammenbrud. De begrænser afhængigheden af historiske scenarier og muligheden for at opstille hypotetiske scenarier. Omvendte stresstest kan gøre det muligt investeringsforeningens forvalter at undersøge eventuelle sårbarheder til bunds og forstå dem fuldt ud samt fjerne disse risici.

Ideelt set bør stresstest anvendes i alle faser af en forenings levetid, fra den bliver oprettet, til den bliver likvideret, samt til alle investeringsbeslutninger derimellem. Når en investeringsforening er etableret, bør stresstest anvendes til at opstille og definere parametrene (f.eks. risikoprofilen og risikotolerancen) for investeringsforeningen, navnlig forholdet mellem likviditeten af de underliggende aktiver og hyppigheden af mulige indløsninger, også under stressede markedsforhold. Stresstest kan også anvendes, når justeringer af investeringsforeningens strategi, vilkår og betingelser og investeringsbeslutninger overvejes. Når der udarbejdes en beredskabsplan for investeringsforeningen under markedsstress, kan stresstest bruges til at analysere anvendelsen af forskellige likviditetsstyringsværktøjer.

Tidsplanen for og hyppigheden af stresstest bør afspejle investeringsforeningens særlige karakteristika, som f.eks. størrelse, investeringsstrategi, underliggende aktiver, investorprofil og hyppighed af mulige indløsninger. For en portefølje med stor omsætning eller en hurtigt skiftende investorbase vil likviditetsprofilen og risikoen sandsynligvis være mere volatil. Stresstest bør anvendes hyppigere under disse omstændigheder end af en investeringsforening med en mere stabil investorbase og lange indløsningsperioder.

Hvor ofte stresstest skal gennemføres, kan afhænge af den type scenario, der anvendes. Når der anvendes historiske scenarier, vil de statistiske metoder, der bruges til at opstille scenariet, let kunne opdateres ved hjælp af nye data og stresstestparametre. Da der her ofte er tale om en mekanisk proces, kan den anvendes oftere. Hypotetiske scenarier kræver en vurdering af relevante faktorer, der påvirker investeringsforeningen, og som i højere grad er skræddersyet til den enkelte investeringsforening, således at denne type stresstest kan gennemføres mindre hyppigt, fordi den kræver en mere detaljeret analyse.

Det er ikke hensigten med denne henstilling at dække makroprudentielle stresstest. Makroprudentielle stresstest er et område, der endnu ikke er færdigudviklet. Data- og modelleringsmæssige begrænsninger forhindrer på nuværende tidspunkt, at sådanne modeller anvendes som effektive tilsynsværktøjer. ESRB er i gang med at analysere, hvilken rolle makroprudentielle stresstest spiller i vurderingen af de risici for den finansielle stabilitet, som stammer fra investeringsforeninger.

II.3.2. Utsigtede effekter

Konkrete retningslinjer for gennemførelsen af stresstest kan føre til, at forvaltere af investeringsforeninger udviser en mere ensartet/harmoniseret adfærd og i sidste instans til investeringsforeningernes ensartede aktivpositionering (ensidig positionering). Det kan øge risikoen for flokmentalitet og systemisk finansiell risiko i fremtiden. Mere vejledning kan desuden føre til yderligere stresstest og derfor større omkostninger, især for forvaltere af mindre foreninger.

II.4. Henstilling D — Investeringsinstitutters rapportering

II.4.1. Økonomisk baggrund og tilsigtede effekter

Henstilling D(1) — Rapporteringsforpligtelser for investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber

Manglen på en harmoniseret indberetningsordning i alle medlemsstater er i øjeblikket en hindring for den omfattende vurdering og overvågningen af investeringsinstitutternes mulige bidrag til risici for den finansielle stabilitet. Selv om mange lande i Unionen har indført rapporteringsforpligtelser for investeringsinstitutter, viser en undersøgelse, at rapporteringspraksis varierer meget med hensyn til rapporteringshyppighed, omfanget af investeringsinstitutternes rapportering og de rapporterede data⁽¹⁾. Det er derfor ikke muligt at aggregere nationale data om og overvåge udviklingen i f.eks. likviditets- og gearingsrisici i investeringsinstitutter på EU-plan.

ECB's statistik om investeringsforeninger er ikke tilstrækkelig til at sikre den omfattende vurdering og overvågningen af investeringsinstitutters likviditets- og gearingsrisici. Selv om ECB's statistikker giver lovgiverne mulighed for at overvåge udviklingen inden for euroområdet investeringsforeningssektor ved hjælp af oplysninger om balancens bredt formulerede aktiv- og passivkategorier, herunder opdelinger efter løbetid, er de pågældende dataposter ikke nok til at foretage en fyldestgørende risikovurdering. Det bør især bemærkes, at der ikke er medtaget granulære data om handel med instrumenter og individuelle eksponeringer, selv om disse data er nødvendige for at foretage en fyldestgørende vurdering af udviklingen i investeringsinstitutternes porteføljelikviditet. Hertil kommer, at det ikke er tilstrækkelig grad er muligt at overvåge udviklingstendenserne inden for anvendelsen af gearing, idet de tilgængelige data kun giver mulighed for at beregne anvendelsen af finansiell gearing (dvs. gennem låntagning). Et bredere mål for gearing, som omfatter gearing ved brug af derivater (dvs. syntetisk gearing), er ikke til rådighed. Desuden differentierer ECB's statistikker ikke mellem investeringsinstitutter og AIF'er på nuværende tidspunkt, hvilket er vigtigt for at foretage en passende risikoovervågning, idet de to grupper opererer i henhold til meget forskellige regelsæt.

Ud fra et overvågningssynspunkt kan det være effektivt at indføre en harmoniseret indberetningsordning for investeringsinstitutter på EU-niveau. En sådan ordning kan også reducere den eksisterende ineffektivitet i indberetningen samt omkostningerne for både de kompetente myndigheder og sektoren. Efter at direktiv 2011/61/EU er trådt i kraft, har både de kompetente nationale myndigheder og FAIF'erne forbedret deres tekniske kapacitet og har høstet erfaringer med den omfattende ordning for indberetning på EU-niveau, som er omhandlet i direktiv 2011/61/EU. Hvis den nye ordning for investeringsinstitutternes indberetning blev baseret på de nuværende tekniske indberetningssystemer, ville både de kompetente myndigheder og forvaltere af AIF'er og investeringsinstitutter eller forvaltere af investeringsinstitutter med forskellige rapporteringskrav i forskellige lande drage nytte af fordelene ved større synergi i rapporteringen.

Når indberetningsordningen for investeringsinstitutterne fastlægges, bør Kommissionen ikke glemme, at investeringsinstitutter er underlagt et strengere regelsæt end AIF'er. En mindre vidtgående indberetningsordning vil være tilstrækkelig til at foretage en korrekt overvågning af de risici for den finansielle stabilitet, der har relation til investeringsinstitutter.

Kommissionen bør heller ikke glemme andre igangværende initiativer, som måske kan have en indvirkning på en sådan harmoniseret indberetning. Kommissionen bør tage højde for input fra ESMA og de kompetente nationale myndigheder i forbindelse med denne indberetning, samt mulige nye alternative/ændrede gearingsforanstaltninger, som IOSCO er i færd med at udarbejde. Desuden bør indberetningskravene i forordning (EU) 2017/1131 om pengemarkedsforeninger også tages med i overvejelserne.

Detaljerede rapporteringskrav vedrørende likviditetsaspekter ville lette overvågningen af den mulige systemiske risiko i forbindelse med investeringsinstitutternes likviditetsomdannelser og -mismatches. Investeringsinstitutter er underlagt detaljerede bestemmelser om godkendelse af aktiver og investerer derfor typisk i mere likvide aktiver, selv om visse investeringsinstitutter også kan investere i mindre likvide aktivkategorier, f.eks. visse typer obligationsbaserede foreninger (obligationer udstedt i vækstmarkedsøkonomier eller højrenteobligationer). Da investeringsinstitutter også er underlagt minimumskrav vedrørende indløsningshyppighed, kan de også udgøre en større likviditetsrisiko. For disse institutters vedkommende mangler der muligvis stadig data inden for den nuværende lovgivningsramme, da der ikke er krav om, at de indberetter til de kompetente nationale myndigheder på samme måde som AIF'er. Den nuværende indberetningsordning er derfor ikke altomfattende (direktiv 2011/61/EU i forhold til direktiv 2009/65/EF). Den inkluderer ikke harmoniserede indikatorer for likviditetsrisiko, som er relevante og lette at konstruere og fortolke. Dette er især vigtigt for at overvåge udviklingen fra et makroprudentielt synspunkt og for at aggregere de individuelle foranstaltninger i de forskellige brancher og lande.

⁽¹⁾ Luxembourgs Financial Sector Supervisory Commission (*Commission de Surveillance du Secteur Financier* — CSSF) indførte f.eks. i begyndelsen af 2016 krav om investeringsinstitutters rapportering af risici. CSSF beder i denne sammenhæng investeringsinstitutbranchen om en halvårlig rapportering af data i tilknytning til forskellige risikofaktorer, f.eks. gearing, modpartsrisiko, kreditrisiko og likviditetsrisiko. Yderligere information findes på adressen <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>

For at gøre det muligt at overvåge likviditetsmismatch i investeringsinstitutter, bør disse være forpligtede til at indberette oplysninger om både deres aktiver og passiver. FAIF'er skal indberette oplysninger om deres AIF'ers likviditetsprofil, hvilket giver nyttig information om likviditetsvurderingen (som foretages af FAIF'en) af en AIF's investerede aktiver og investorsammensætning. Dette bør også blive anvendt som grundlag for investeringsinstitutternes indberetning i denne forbindelse og bør suppleres med indberetning om tilgængeligheden og anvendelsen af de forskellige likviditetsstyringsværktøjer, som investeringsinstitutterne har til rådighed. Yderligere indberetningspligtige data kunne f.eks. omfatte oplysninger om omfanget af historiske indløsninger.

Indsamlingen af andre data gør det lettere at foretage en omfattende vurdering af disse investeringsinstitutters mulige bidrag til finansiel/systemisk risiko. Især er kilden til gearing af interesse, således at der kan foretages en korrekt vurdering af påførte risici, f.eks. ved investeringsinstitutternes brug af gearing. Investeringsinstitutter bør bl.a. også informere om investeringsstrategi, handlede instrumenter og individuelle eksponeringer, markedsrisikoprofil, modparts- og kreditrisikoprofil og likviditetsrisikoprofil. Disse oplysninger kan give et fingerpeg om risikoen for tvangssalg, modpartskoncentration og indbyrdes forbundethed med det finansielle system som helhed. Dette bør også omfatte kategorier af derivatpositioner og teknikker samt instrumenter, som f.eks. genkøbsforretninger eller værdipapirudlån. Stort set tilsvarende krav fremgår af rapporteringskravene i direktiv 2011/61/EU, som kan suppleres med specifikke aspekter for investeringsinstitutter, som f.eks. effektiv porteføljeforvaltning. FAIF'en skal oplyse om risikoprofilen og de vigtigste aktivkategorier, som AIF'en har investeret i, herunder de dertil svarende lang- og kortfristede bruttoderivatpositioner. FAIF'er skal dog også give oplysninger om kilderne til kontante lån ⁽¹⁾.

En økonomisk relevant del af investeringsinstituttsektoren anvender strategier, hvor gearing — herunder syntetisk gearing — kun er begrænset indirekte. Hvad angår brugen af finansiell gearing via værdipapirfinansierings-transaktioner eller syntetisk gearing via eksponeringer i derivater, kan investeringsinstitutter kun skabe eksponering — beregnet i henhold til forpligtelsesmetoden — op til et maksimumbeløb svarende til deres samlede nettoaktivværdi (jf. boks 1b). I henhold til direktiv 2009/65/EF kan medlemsstaterne imidlertid også give investeringsinstitutter mulighed for at beregne deres samlede eksponering med en VaR-metode eller andre avancerede risikomålingsmetoder i stedet for forpligtelsesmetoden ⁽²⁾. For disse investeringsforeninger er brugen af gearing kun begrænset indirekte via grænserne for investeringsforeningers markedsrisiko ⁽³⁾. Det vil sige, at investeringsforeninger, der anvender metoden med *absolut* VaR, er begrænset til en absolut VaR, der ikke må overstige 20 % af nettoaktivværdien. Derimod er investeringsforeninger, der anvender metoden med *relativ* VaR, begrænset til ikke over det dobbelte af risikoen for tab inden for en given VaR-model sammenlignet med en tilsvarende, men ikke-gearet portefølje. Det er vigtigt at bemærke, at disse VaR-metoder potentielt giver mulighed for en højere gearing end forpligtelsesmetoden, afhængig af de underliggende aktivers volatilitet. En ESRB-undersøgelse i 11 lande i Unionen tyder på, at undergruppen af investeringsinstitutter, der anvender VaR-metoder til at beregne den samlede eksponering, repræsenterer mellem 27 % og 50 % af Unionens investeringsinstituttsektor målt i nettoaktivværdi.

En ensartet rapportering af gearing for alle investeringsinstitutter og alle AIF'er bør være hensigten og bør understøtte overvågningen af investeringsforeninger, der ikke er underlagt gearingsgrænser inden for Unionens investeringsforeningssektor. FSB henstiller, at myndigheder indsamler data om gearing i investeringsforeninger, overvåger brugen af gearing i investeringsforeninger, der ikke er underlagt gearingsgrænser, eller som kan udgøre en betydelig gearingsrelateret risiko for det finansielle system, og at de handler, hvor det er nødvendigt. Samtidig er IOSCO blevet bedt om at identificere og/eller udvikle ensartede gearingsforanstaltninger i investeringsforeninger, således at der opnås en mere relevant overvågning af gearing af hensyn til den finansielle stabilitet, og for at hjælpe med til at sikre, at der på globalt plan kan foretages direkte sammenligninger på tværs af investeringsforeninger inden udgangen af 2018 ⁽⁴⁾. Derfor bør det endelige mål være en harmoniseret rapportering af gearing, som er i tråd med de ensartede gearingsforanstaltninger, som IOSCO forventes at udarbejde/identificere. Harmoniseringen af indberetningsordningen for investeringsinstitutter og rapporteringen af gearing i AIF'er i henhold til direktiv 2011/61/EU bør udarbejdes i overensstemmelse hermed og bør fremme overvågningen af gearede investeringsforeninger inden for Unionens investeringsforeningssektor som helhed. Kommissionen bør derfor udarbejde en harmoniseret ordning for hele Unionen samt for alle investeringsinstitutter og AIF'er og i denne forbindelse tage højde for den internationale dimension samt målet om at udarbejde ensartede tilgange til de forskellige metoder til beregning af gearing (fiktive, brutto- og forpligtelsesmetoder). Dette ville også lette overvågningen af gearing for investeringsinstitutter, der kun er underlagt indirekte gearingsrestriktioner.

⁽¹⁾ Jf. f.eks. bilag IV til Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 231/2013.

⁽²⁾ Jf. f.eks. artikel 41, stk. 3 i direktiv 2010/43/EU.

⁽³⁾ Jf. CESR's (niveau 3) retningslinjer om risikomåling og beregning af samlet eksponering og modpartsrisiko for investeringsinstitutter («Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS», 28. juli 2010).

⁽⁴⁾ Jf. henstilling 10 og 11 i FSB's »Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities«, januar 2017.

Rapportering af gearing i overensstemmelse med forpligtelsesmetoden i direktiv 2011/61/EU vil indebære, at investeringsinstitutterne skal tilføje nettoaktivværdien til deres eksponering målt ved investeringsinstitutternes forpligtelsesmetode. Aktuelt er der en lille forskel på de metoder, der anvendes til at beregne eksponering i henhold til forpligtelsesmetoden i henholdsvis direktiv 2009/65/EF og 2011/61/EU. Hvor AIF'er i henhold til direktiv 2011/61/EU skal beregne eksponeringen ved forpligtelserne som summen af den absolutte værdi af alle positioner, skal investeringsinstitutter kun beregne den øgede eksponering, som skyldes brug af gearing (jf. tabel 3). Da det ikke er tilladt for investeringsinstitutter at optage usikrede kontante lån til investeringsformål, og reglerne for at beregne eksponering via værdipapirfinansieringstransaktioner og derivater ligner dem, der er fastsat i direktiv 2011/61/EU, kan forpligtelsesmetoden for investeringsinstitutter bringes i overensstemmelse med direktiv/2011/61/EU ved at kræve af investeringsinstitutterne, at de tilføjer nettoaktivværdien til deres eksponering.

I denne sammenhæng bør investeringsinstitutternes nye rapportering af risici også omfatte investeringsinstitutternes rapportering om stresstest. Dette bør omfatte rapportering af resultaterne af standardiserede stresstest med én variabel og bør også give oplysninger om forvalternes egne stresstestscenarier samt de relevante resultater.

Tabel 3

Beregning af investeringsforeningers eksponering i henhold til forpligtelsesmetoden

	FAIF-direktivet	Investeringsinstitutter	
		Nuværende beregning	Anbefalede ændringer
Definition af eksponering	Summen af den absolutte værdi af alle positioner	Øget eksponering og gearing på grund af brugen af afledte finansielle instrumenter	Tilføj nettoaktivværdier
Finansiel gearing	Genanvendelse af kontante lån		
	Den højeste værdi af enten markedsværdien på realiserede investeringer eller det samlede beløb for kontante lån	Usikrede kontante lån er ikke tilladte til investeringsformål	Ingen
	Værdipapirfinansieringstransaktioner		
	Den stillede sikkerheds markedsværdi (herunder kontanter) ved geninvestering	Den stillede sikkerheds markedsværdi (herunder kontanter) ved geninvestering	Ingen
Syntetisk gearing, netto	Derivater		
	Samlet markedsværdi af den tilsvarende position i det underliggende aktiv, efter at der er taget højde for netting- og afdækningsordninger	Samlet markedsværdi af den tilsvarende position i det underliggende aktiv, efter at der er taget højde for netting- og afdækningsordninger	Ingen

Henstilling D(2) — Hyppighed og dækning af rapporteringsforpligtelser for investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber

De data, som er nævnt i Henstilling D(1), bør indberettes kvartalsvis af en tilstrækkelig stor og — ud fra hensynet til finansiell stabilitet — relevant del af alle investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber. Sammensætningen af investeringsforeningernes porteføljer, porteføljernes likviditet og anvendelsen af gearing (især gennem brugen af derivater) kan ændre sig betydeligt på kort sigt. Derfor er det nødvendigt at indberette mindst kvartalsvis for på passende vis at overvåge og om fornødent reagere på en udvikling, der kan bidrage til opbygning af risici for den finansielle stabilitet. På grund af investeringsinstitutternes og investeringsinstitutternes administrationselskabers forskellige investeringsstrategier og størrelse vil omfanget af bidraget til systemisk risiko fra enkeltstående foreninger eller grupper af investeringsforeninger sandsynligvis variere. Ud fra hensynet til den finansielle stabilitet vil kvartalsvis rapportering fra en tilstrækkelig stor undergruppe af investeringsinstitutter og administrationselskaber for investeringsinstitutter være nok til at overvåge og samtidig begrænse branchens samlede rapporteringsbyrde.

Undergruppen af investeringsinstitutter, der skal rapportere kvartalsvis, skal som minimum indeholde de investeringsinstitutter, der anvender VaR-metoden til at måle deres samlede eksponering. Når de foretager transaktioner i derivater, anvender disse investeringsinstitutter normalt mere komplekse investeringsstrategier, ligesom de kan gøre brug af en betydelig grad af gearing. Ud over denne undergruppe af investeringsinstitutter bør Kommissionen også overveje særlige karakteristika som f.eks. omfanget af de samlede forvaltede aktiver og eventuelt investeringsstrategien og likviditetsprofilen, således at en relevant andel af alle investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber kommer til at rapportere kvartalsvis.

En effektiv overvågning af udviklingen og den potentielle opbygning af risici for den finansielle stabilitet inden for investeringsinstitutterbranchen mere overordnet set vil kræve, at en tilstrækkelig undergruppe af alle investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber som minimum indberetter en tilstrækkelig undergruppe af data på årsbasis. Indførelse af årlig rapportering for en tilstrækkelig stor del af investeringsinstitutterbranchen vil sammen med de data, der er til rådighed om AIF'er, gøre det muligt at overvåge den generelle udvikling i investeringsforeningssektoren i Unionen. Det skal bemærkes, at årlig rapportering vil være i overensstemmelse med den mindsterapporteringshyppighed, der er fastsat i direktiv 2011/61/EU. Dette vil sikre, at risikoen for den finansielle stabilitet i tilknytning til investeringsforeningsbranchen, for både investeringsinstitutters og AIF'ers vedkommende, kan overvåges mindst én gang årligt. Dette vil også gøre det muligt at foretage relevante sammenligninger over tid mellem udviklingen i investeringsinstitutter og i AIF'er og vil gøre det muligt at identificere potentielle strukturelle ændringer, som kan bidrage til opbygningen af systemisk risiko.

Kommissionen anbefales at tage højde for de samlede forvaltede aktiver i investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber, når det fastsættes, hvilke enheder der skal indberette på årsbasis. Anvendelsen af samlede forvaltede aktiver til at fastsætte rapporteringskrav er i overensstemmelse med eksisterende praksis for fastsættelsen af rapporteringskrav for FAIF'er. Kommissionen kan også overveje andre data, som f.eks. investeringsinstitutternes brug af gearing, den anvendte fremgangsmåde til at beregne den samlede eksponering og investeringsinstituttets investeringsstrategi, når det skal fastsættes, hvilke enheder der skal indberette på årsbasis.

I henhold til direktiv 2011/61/EU kan rapporteringshyppigheden for FAIF'er anvendes som benchmark ved fastsættelsen af rapporteringshyppigheden for investeringsinstitutter og administrationselskaber for investeringsinstitutter med udgangspunkt i de tre rapporteringskategorier (kvartalsvis, årlig eller ingen rapportering). Den nuværende rapporteringshyppighed⁽¹⁾ for godkendte FAIF'er, der forvalter AIF'er i Unionen (svarende til den, der gælder for investeringsinstitutter og for administrationselskaber for investeringsinstitutter, som alle skal være godkendt og have hjemsted i EU), kan sammenfattes som følger:

- FAIF'er, der forvalter AIF'er med samlede forvaltede aktiver under den fastsatte tærskelværdi på 100 mio. euro, kan vælge at blive godkendt og årligt indberette information på både forvalterniveau og på AIF-niveau.
- Hvis en FAIF's samlede forvaltede aktiver overstiger tærskelværdien på 100 mio. euro, men de samlede forvaltede aktiver stadig ligger under tærskelværdien på 1 mia. euro, har FAIF'en pligt til at indberette halvårligt på både forvalterniveau og på AIF-niveau. Dette gælder dog ikke for fonde med samlede forvaltede aktiver over 500 mio. euro.
- Hvis en FAIF's samlede forvaltede aktiver overstiger tærskelværdien på 1 mia. euro, har FAIF'en pligt til at indberette kvartalsvis på både forvalterniveau og på AIF-niveau.

⁽¹⁾ Retningslinjer for indberetningsforpligtelserne under artikel 3, stk. 3, litra d) og artikel 24, stk. 1, 2 og 4, i FAIF-direktivet, (ESMA/2014/869DA). Det bør bemærkes, at ovennævnte sammendrag ikke tager højde for rapporteringshyppigheden for AIF'er, der investerer i noterede selskaber og udstedere for at opnå kontrol — en investeringsstrategi, som ikke kan forfølges af investeringsinstitutter.

Kommissionen kan eventuelt samarbejde med ESMA og de kompetente nationale myndigheder om at etablere en fornuftig tilgang til at bestemme undergruppen af investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber i de relevante rapporteringskategorier. Samarbejdet med ESMA og de kompetente nationale myndigheder giver mulighed for at drage lære af den aktuelle erfaring med at rapportere i henhold til direktiv 2011/61/EU, når indberetningsordningen for investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber udarbejdes. Det skal bemærkes, at Kommissionen også, samtidig med at dette pågår — i samarbejde med ESMA og de kompetente nationale myndigheder — kan overveje andre målsætninger end overvågning af risici for den finansielle stabilitet (f.eks. investorbekyttelse), som kan kræve hyppigere rapportering. Efter at den er etableret, bør rapporteringen om investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber på et givet tidspunkt tages op igen for at vurdere, om dens rækkevidde og hyppighed er hensigtsmæssig.

Kommissionen bør sigte mod at opnå den rigtige balance mellem at maksimere fordelene ved øget risikoovervågning og minimere omkostningerne ved de nye rapporteringskrav. På længere sigt vil alle lande sandsynligvis drage fordel af en indberetningsordning for investeringsinstitutter, som ligner de tekniske indberetningssystemer/-ordninger, der allerede er på plads i henhold til direktiv 2011/61/EU. På kort sigt vil overgangen til den nye rapportering om investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber dog medføre omkostninger for både investeringsforeningsbranchen og tilsynsmyndighederne. For de kompetente myndigheders vedkommende vil omkostningerne på kort sigt sandsynligvis variere, idet lande, hvor der i øjeblikket ikke er rapporteringsforpligtelser, potentielt vil have den største byrde. For branchens vedkommende vil omkostningerne ved en ny ensartet indberetningsordning for investeringsinstitutter sandsynligvis variere betydeligt blandt investeringsinstitutternes administrationselskaber. Eksempelvis vil forvaltere af investeringsinstitutter i forskellige lande i begyndelsen få yderligere rapporteringsomkostninger, selv om de vil opleve en forbedret rapporteringseffektivitet og et fald i omkostningerne i forhold til nu, hvor der er forskellige indberetningssystemer og -krav i de forskellige lande. Tilsvarende vil administrationselskaber, der forvalter både investeringsinstitutter og AIF'er, kun få mindre engangsomkostninger og vil rapportere om deres investeringsinstitutter ved hjælp af eksisterende systemer/ordninger for deres AIF'er. Administrationselskaber for små investeringsinstitutter, der kun forvalter investeringsinstitutter i ét land, får sandsynligvis på kort sigt de største omkostninger ved en ny indberetningsordning for investeringsinstitutter, idet der i bedste fald kun vil blive små effektivitetsgevinster sammenholdt med den nuværende indberetningssituation. Den nye indberetning af risiko vil betyde yderligere administrations- og overholdelsesomkostninger i forbindelse med oprettelsen af indberetningsordningen samt periodiske omkostninger i forbindelse med genereringen af rapporter. Efterfølgende kan disse meromkostninger føre til stordriftsfordele og kan potentielt påvirke strukturen i branchen.

Henstilling D(3) — Harmoniseret rapportering og udveksling af oplysninger

Der skal være krav om, at de kompetente nationale myndigheder udveksler de oplysninger, som investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber indberetter, med andre myndigheder i Unionen, ESMA og ESRB. Den obligatoriske udveksling af oplysninger gør det lettere at foretage en kollektiv analyse af det mulige bidrag fra investeringsinstitutter til opbygningen af systemisk risiko og giver mulighed for en fælles reaktion. Desuden kan et eller flere investeringsinstitutter på et tidspunkt udgøre en vigtig kilde til modpartsrisiko for et kreditinstitut eller en anden systemisk relevant institution i en eller flere medlemsstater. Dette fremhæver yderligere vigtigheden af en passende ramme for udveksling af de indberettede oplysninger med andre myndigheder.

Kommissionen anbefales at anvende nuværende bestemmelser og praksis for udveksling af oplysninger i henhold til direktiv 2011/61/EU til den nye indberetningsordning for investeringsinstitutter⁽¹⁾. I henhold til direktiv 2011/61/EU er de kompetente nationale myndigheder forpligtede til at dele de indsamlede data om FAIF'er og AIF'er med andre myndigheder, ESMA og ESRB. Udvekslingen af oplysninger mellem ESMA og ESRB i relation til data indsamlet i medfør af direktiv 2011/61/EU er derimod baseret på et aftalememorandum. De kompetente nationale myndigheder i hjemlandet kan også på periodisk eller ad hoc-grundlag anmode om yderligere oplysninger, der ligger uden for indberetningsordningen, hvis dette anses for nødvendigt for en effektiv overvågning af systemisk risiko. Endelig understøttes den harmoniserede udveksling af oplysninger yderligere i direktiv 2011/61/EU i form af gennemførelsesmæssige tekniske standarder udarbejdet af ESMA, som fastsætter procedurerne for udveksling af oplysninger mellem de kompetente nationale myndigheder og ESMA.

II.4.2. Utsigtede effekter

En ny indberetningsordning for investeringsinstitutter medfører omkostninger i forbindelse med indsamling af data og procedurer for deling af data, som administrationselskaberne og de kompetente nationale myndigheder skal gennemføre. Ethvert forsøg på at forbedre rapporteringen fra investeringsinstitutter og investeringsinstitutters administrationselskaber bør derfor tage behørig højde for proportionalitetsprincippet og søge at reducere de dermed forbundne omkostninger. Især kan investeringsinstitutternes forbedrede rapportering lægge en unødvendig byrde på de mindre deltagere inden for branchen. Indberetningsordningen for investeringsinstitutterne bør derfor tage højde for den enkelte investeringsforenings mulige bidrag til opbygningen af systemisk risiko, når rapporteringskravene fastsættes. I forbindelse med investeringsinstitutternes indberetningsordninger bør det overvejes, om der er andre måder, hvorpå de dermed forbundne omkostninger kan nedbringes, ligesom der bør tages højde for eksisterende indberetningsordninger, som branchen og de kompetente myndigheder allerede har udarbejdet tekniske standarder for. Da et antal

⁽¹⁾ Jf. f.eks. artikel 50, 52 og 54 i direktiv 2011/61/EU.

administrationssselskaber for investeringsinstitutter også er indehavere af en FAIF-tilladelse, og en række rapporteringsfelter sandsynligvis vil være ens for både investeringsinstitutter og AIF'er, ville det være rimeligt, at formatet for investeringsinstitutternes indberetningsordning bliver baseret på den eksisterende indberetningsordning i henhold til direktiv 2011/61/EU. Investeringsinstitutternes indberetningsordning bør også så vidt muligt tage højde for de data, som de allerede indberetter. ECB's dataindsamling vedrørende investeringsforeningernes balance omfatter allerede detaljerede oplysninger om investeringsforeningers aktiver og passiver (jf. Den Europæiske Centralbanks forordning (EU) nr. 1073/2013⁽¹⁾). Disse data findes dog ikke for hele Unionen og er generelt ikke af en detaljeringsgrad, så de kan give en brugbar indsigt i likviditetsrisiko og gearing i tilknytning til investeringsforeninger.

II.5. Henstilling E — Vejledning til artikel 25 i direktiv 2011/61/EU

II.5.1. Økonomisk baggrund og tilsigtede effekter

Henstilling E(1) — Vurdering af gearingsrelateret systemisk risiko

Forvaltere af investeringsfonde er forpligtede til at rapportere granulære data for hver enkelt gearet AIF'er, som de forvalter, til de kompetente nationale myndigheder. Disse data, der kan omfatte op til 301 dataposter, indeholder nærmere oplysninger om investeringsfondens brug af gearing, størrelse, investeringsstrategier, vigtigste eksponeringer, geografisk fokus, investorejerskab og -koncentration, handlede instrumenter, markedsrisiko, profil for modpartsrisiko, likviditetsprofil (inkl. indløsningsprofil) og operationelle og andre risikoaspekter. Det bør bemærkes, at AIF'er med en gearingsgrad på mere end tre gange deres nettoaktivværdi, beregnet i henhold til forpligtelsesmetoden, anses for at anvende gearing i væsentlig udstrækning. Forvaltere af sådanne investeringsfonde skal desuden indberette de fem største kilder til lån af kontante midler eller værdipapirer.

De granulære data, som de kompetente nationale myndigheder har adgang til, understøtter vurderinger af gearingsrelateret systemisk risiko, idet de dog giver plads til forskelligartede nationale tilgange. Eksempelvis omfatter de data, der indberettes, to mål for gearing — et bruttomål og et nettomål, der tager højde for gearede eksponeringer anvendt til netting- og afdækningsformål — og myndighederne kan have forskellige opfattelser af, hvordan disse mål skal anvendes og tolkes. Desuden tager den omfattende datarapportering højde for nationale forskelligheder med hensyn til, om det er nødvendigt at medtage yderligere dataposter, ud over anvendelsen af gearing, i en vurdering. Der kan også være forskelle med hensyn til, om det er nødvendigt at vurdere bidraget fra AIF'ers anvendelse af gearing til opbygningen af systemisk risiko.

AIF-sektoren er international, hvilket kræver en mere koordineret tilgang til vurderingen af gearingsrelateret systemisk risiko og eventuelle afbødende foranstaltninger. AIF'er investerer normalt i og har forbindelser til finansielle institutioner på tværs af landegrænser. Den potentielle økonomiske effekt af investeringsfondenes gearing eller konkurs er derfor ikke begrænset til de lande, hvor AIF'erne har deres hjemsted. Det er også forholdsvis let for forvaltere og/eller deres investeringsfonde at flytte fra det ene land til det andet, hvilket yderligere understreger betydningen af en mere koordineret tilgang til vurderingerne og eventuelle afbødende foranstaltninger.

For at sikre, at de kompetente nationale myndigheder anvender en ensartet fremgangsmåde, når de vurderer, om betingelserne for at opstille gearingsrelaterede foranstaltninger er opfyldt, bør ESMA i første omgang udarbejde en vejledning om et fælles sæt indikatorer. Denne vejledning vil fremme en effektiv brug af de omfattende oplysninger, der er til rådighed for de kompetente nationale myndigheder i henhold til direktiv 2011/61/EU, og tilskynde dem til at vurdere, i hvilket omfang brugen af gearing i AIF-sektoren bidrager til opbygningen af systemisk risiko. Operationaliseringen af de politiske tiltag i artikel 25 i direktiv 2011/61/EU, herunder makroprudentielle gearingsgrænser eller andre restriktioner, som er pålagt forvaltningen af AIF'er, kræver en ordening, hvorved det kan vurderes, hvorvidt tiltag, der i sidste ende anvendes på investeringsfondsniveau, effektivt kan begrænse bidraget fra gearing til opbygningen af systemisk risiko i AIF-sektoren.

For at understøtte en harmoniseret anvendelse af indikatorerne anbefales ESMA også at vejlede om fortolkningen af indikatorerne. ESMA er for tiden ved at opbygge et datasæt på EU-niveau, der kommer til at indeholde alle data, som indberettes til de kompetente nationale myndigheder i henhold til direktiv 2011/61/EU på nationalt plan. Når det er færdigt, vil det give ESMA mulighed for at anlægge en kvantitativ synsvinkel på fortolkningen af indikatorerne i forbindelse med vurderingen, f.eks. ved at undersøge grundlæggende summarisk statistik om de enkelte indikatorer som f.eks. de rapporterede gennemsnits-, median-, laveste og højeste værdier samt fordelingen af rapporterede værdier.

⁽¹⁾ Den Europæiske Centralbanks forordning (EU) nr. 1073/2013 af 18. oktober 2013 om statistik vedrørende investeringsforeningers aktiver og passiver (ECB/2013/38) (EUT L 297 af 7.11.2013, s. 73).

Vurderingsrammen bør omfatte indikatorer, der afspejler gearingsniveau og -kilde samt de forskellige anvendelser af gearing. Finansiell gearing via lån eller værdipapirfinansieringstransaktioner øger en investeringsfonds risiko ved finansiering af likviditet, fordi udlånsomkostninger eller marginkrav kan stige. Brugen af syntetisk gearing øger til gengæld en fonds følsomhed over for chok på markederne for derivater og risikoen for, at marginbetalinger, der skyldes små nedadrettede prisudsving, kan tvinge en forening til at sælge aktiver på brandudsalg.

Som det forklares nedenfor, bør rammen så vidt muligt tage højde for de kanaler, som systemisk risiko kan manifestere sig igennem.

- a) **De enkelte fondes og hele AIF-sektorens potentielle bidrag til risikoen for brandudsalg.** En investeringsfonds indløsningsprofil er et af aspekterne i forbindelse med risikoen for brandudsalg. Tilbyder investeringsfonde kortfristede indløselige fordringer (især på 1 dag) og korte opsigelsesvarsler, kan de lettere blive udsat for stormløb fra investorernes side, som kan udløse et brandudsalg. Et andet aspekt af en investeringsfonds indløsningsprofil er dens investorbase, hvor en højere koncentration pr. investortype — især i kombination med en kort indløsningshyppighed — øger risikoen for brandudsalg, som kan blive udløst, når bare én eller nogle få investorer beslutter at indløse deres kapitalandele. En investeringsfonds likviditetsprofil er et andet aspekt af risikoen for brandudsalg. Likviditeten af en investeringsfonds portefølje har central betydning for dens evne til at imødekomme anmodninger om indløsning og/eller marginbetalinger uden at måtte sælge aktiver på brandudsalg. Kapaciteten til at realisere dele af porteføljen afhænger i vid udstrækning af, hvordan den enkelte investeringsfonds portefølje er sammensat. Eksempelvis øger høje koncentrationer af modpartskrediteksponeringer eller enkelte instrumenter chancen for, at en investeringsfond bliver nødt til at sælge aktiver på brandudsalg i tilfælde af en modparts konkurs. For komplekse portefølgers vedkommende (f.eks. hvor handlerne for en stor dels vedkommende indbefatter OTC-instrumenter eller i meget høj grad genbruger sikkerhed) kunne disse effekter blive yderligere forstærket.
- b) **Den direkte forbundethed mellem investeringsfonde og AIF-sektoren som helhed og de finansielle institutioner.** Brugen af gearing kan øge risikoen for, at en investeringsfond kommer i økonomiske problemer, som efterfølgende kan blive overført til investeringsfondens modparter og det bredere finansielle system (»modpartskanalen«). Modparter kan omfatte banker eller børsrådgivere, som har direkte handelsforbindelser, eller har ydet finansiering, til en gearet investeringsfond. En gearet investeringsfond kan også sprede risici til det globale finansielle system via sin forbundethed med investorerne og sin finansiering af andre formidlere og virksomheder (»forbundethedskanalen«). En måde at afdække den direkte forbundethed med finansielle institutioner på er at måle koncentrationen af en investeringsfonds modpartseksponeringer. Investeringsfonde kan også have direkte forbindelser til finansielle institutioner via deres investorbase og porteføljeinvesteringer.
- c) **De enkelte investeringsfondes og hele AIF-sektorens direkte og indirekte involvering i kreditformidling.** Gearede investeringsfonde kan bidrage til uforholdsmæssig stor kreditformidling og til risikoen for afbrydelser i kreditformidlingsprocessen, når kredittcyklussen vender. Brug af gearing gør det muligt for investeringsfonde at yde mere kredit direkte til realøkonomien eller for at fremme en større kreditformidling mellem banker. Hvad angår sidstnævnte, kan investeringsfonde yde direkte finansiering til banksektoren, investere i struktureret kredit og få kreditrisiko gennem derivater. Systemiske risici kan opstå som følge af pludselige stop i likviditetstilførslen og den kortfristede finansiering af finansielle institutioner, pludselige reduktioner i markedslivlikviditeten for finansielle instrumenter, der er vigtige for kreditformidlingen, eller utilstrækkelig adskillelse af risici⁽¹⁾.

ESMA bør vejlede om en ramme for vurderingen, som er anvendelig. Selv om de potentielle kanaler for systemisk risiko teoretisk set kan inddeles i brede kategorier, er de forbundne og vil sandsynligvis være gensidigt forstærkende i praksis. Desuden kan de underliggende mekanismer for systemisk risiko via disse kanaler være komplekse og foranderlige. Derfor er det ikke let at opgøre investeringsfondes bidrag til systemiske risici ved hjælp af individuelle faktorer. Dette indebærer, at der skal foretages en afvejning mellem at udarbejde en enkel og anvendelig ramme og en ramme, der er mere kompleks og svær at implementere. Som udgangspunkt bør indikatorer kun indgå som en del af rammen, når de gør det betydeligt lettere at vurdere bidraget til de gearingsrelaterede systemiske risici fra investeringsfonde og AIF-sektoren som helhed.

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

ESMA's vejledning om rammen for vurderingen bør desuden give et tilstrækkeligt grundlag for de kompetente nationale myndigheder til at forklare deres beslutning om at træffe makroprudentielle politiske foranstaltninger. De kompetente nationale myndigheder i den pågældende FAIF's hjemland bør informere ESMA, ESRB og AIFens kompetente nationale myndigheder om, hvorfor eventuelle makroprudentielle foranstaltninger er truffet, for at begrænse gearingens medvirken til at opbygge systemisk risiko i det finansielle system eller til risikoen for uro på markederne⁽¹⁾. Efterfølgende bør ESMA rådgive om foranstaltningen og bør også vurdere, om betingelserne for de politiske tiltag ser ud til at være opfyldt⁽²⁾. En detaljeret ramme for vurderingen, som de kompetente nationale myndigheder kan følge, vil gøre det mere sandsynligt, at de kompetente nationale myndigheder og ESMA bliver enige om behovet for at træffe en foranstaltning.

I tabel 4 ses et eksempel på et sæt fælles indikatorer, som kunne udgøre en del af den anbefalede ramme for vurderingen. Indikatorerne er udledt af analyser, som ECB, De Nederlandsche Bank (DNB)⁽³⁾, Oesterreichische Nationalbank (OeNB)⁽⁴⁾ og UK FCA⁽⁵⁾ har foretaget. Indikatorerne gør det lettere at analysere gearingsniveauet samt kilderne til og de forskellige anvendelser af gearing, og søger, så vidt muligt, at tage højde for de kanaler, som systemisk risiko kan manifestere sig gennem. Alle indikatorer kan konstrueres ved hjælp af oplysninger, der indberettes til de kompetente nationale myndigheder i henhold til artikel 24 i direktiv 2011/61/EU.

Tabel 4

Eksempel på et sæt indikatorer til en ramme for vurderingen af risici for den finansielle stabilitet, som stammer fra investeringsforeninger

		INDIKATOR		BESKRIVELSE	ID-datafelter FAIFD's dataformularer
		#	NAVN		
1. RISIKO FOR MARKEDSEFFEKT	Størrelse	1.1	Netto-eksponering	Nettoaktivværdi (NAV) * gearing i henhold til forpligtelsesmetoden	53, 295
		1.2	Nettoaktivværdi	NAV	53
2. RISIKO FOR BRANDUDSALG	Gearing	2.1	Nettogearing	Gearing i henhold til forpligtelsesmetoden	295
		2.2	Brutto- til nettogearing	Bruttogearing/forpligtelsesgearing som et mål for anvendelsen af netting og gearingsordninger	294, 295
	Indløsningsprofil	2.3	Indløsningsstid	Det maksimale antal dage investorer skal vente på at trække deres investering ud	194, 195, 196

⁽¹⁾ Jf. f.eks. artikel 25 i direktiv 2011/61/EU.

⁽²⁾ Jf. f.eks. artikel 25, stk. 6 i direktiv 2011/61/EU.

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

⁽⁴⁾ G. Lehecka, og E. Ubl, »Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer«, OeNB Financial Stability Report, nr. 30, december 2015.

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

		INDIKATOR		BESKRIVELSE	ID-datafelter FAIFD's dataformularer
		#	NAVN		
	Likviditets- mismatch	2.4	Indløsnings- tid minus opfattet porteføljelikvidi- tet i antal dage	Det mindste antal dage investorer skal vente på at trække deres inve- stering ud minus porteføljelikvidi- tet som indberettet af portefølje- forvalteren	194, 195, 196, 178-184
		2.5	Forhold mellem nettoaktivværdi og højlikvide aktiver	Højlikvide aktiver omfatter kon- tanter og likvide midler (indskud, commercial papers etc.), noterede aktier, "investment-grade"-obliga- tioner udstedt af finansielle insti- tutioner, statsobligationer udstedt af EU-lande og G10-lande, som ikke er medlem af EU samt andele i investeringsforeninger	53, 123
		2.6	Andel af illikvide aktiver (% NAV)	Illikvide aktiver omfatter fysiske aktiver, unoterede aktier, "non- investment grade" virksomhedsob- ligationer og konvertible obliga- tioner, samt lån	53, 123
	Investor- og modpartskon- centration	2.7	Investorkoncen- tration	Andel af nettoaktivværdien ejet af de fem største investorer	118
		2.8	Modpartskoncen- tration	Samlet nettokrediteksponering over for de fem vigtigste modpar- ter (% NAV)	165
	3. RISIKO FOR DIREKTE AFSMITNING PÅ FINANSIELLE INSTITUTIONER	Forbindelser via investeringer	3.1	Investeringer i finansielle institutioner	Langfristet værdi af investeringer i noterede aktier og virksomheds- obligationer udstedt af finansielle institutioner som en procentdel af NAV
3.2			Investeringer i strukturerede og securitiserede produkter (% NAV)	Sum af lange eksponeringer i ABS, RMBS, CMBS, AMBS, ABCP, CDO, CLO, strukturerede certifikater, ETP etc. som procent- del af NAV	53, 123

		INDIKATOR		BESKRIVELSE	ID-datafelter FAIFD's dataformularer
		#	NAVN		
	Forbindelser via investorbasen	3.3	Banker i investorbasen (% NAV)	Direkte forbindelser med finansielle institutioner som investorer	209
		3.4	Forsikringsselskaber i investorbasen (% NAV)		
		3.5	Pensionskasser i investorbasen (% NAV)		
		3.6	Investeringsforeninger i investorbasen (% NAV)		
		3.7	Andre finansielle institutioner i investorbasen (% NAV)		
4. RISIKO FOR AFBRYDELSE AF DEN DIREKTE KREDITFORMIDLING		4.1	Investeringer i virksomhedsobligationer (% NAV)	Summen af lange virksomhedsobligationer, konvertible obligationer, som ikke er udstedt af finansielle institutioner (IG og ikke-IG) som procentdel af NAV	53, 123
		4.2	Investeringer i virksomhedsobligationer (% NAV)	Gearede og andre lån som procentdel af NAV	53, 123

Henstilling E(2) — Makroprudentielle gearingsgrænser

ESMA kan hjælpe de kompetente nationale myndigheder med at indføre gearingsgrænser ved at vejlede om mulige udformninger, herunder en vurdering af deres effektivitet. I henhold til direktiv 2011/61/EU kan gearingen begrænses, hvis den bidrager til at »forøge den systemiske risiko«, men direktivet giver ikke yderligere vejledning om grænsernes udformning. De kompetente nationale myndigheder kunne drage nytte af ESMA's vejledning om udformning af gearingsgrænser, mens ESMA kunne bygge videre på Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's henstilling ESRB/2013/1⁽¹⁾. ESRB henstiller, at myndighederne udarbejder makroprudentielle instrumenter, som effektivt kan opfylde deres politiske mål.

Gearingsgrænser for AIF'er kan betragtes som effektive, hvis de afhjælper risikoen for i) brandudsalg, ii) afsmitning til finansielle modparter og iii) afbrydelser af kreditformidlingen. Ved at afhjælpe disse markedssvigt understøtter gearingsgrænser finansiell stabilitet. For så vidt angår ESRB's delmål, målrettes gearingsgrænser mod »risikoen for overdreven gearing«⁽²⁾. Gearingen inden for hele systemet er overdreven, hvis den bevirker, at økonomierne nemmere kan blive udsat for dyre finansielle kriser.

For at gearingsgrænserne kan være effektive, bør instrumentet være enkelt, og utilsigtede konsekvenser bør begrænses. Myndighederne bør vælge grænser, som er lette at kalibrere og implementere. Det fremmer gennemsigtighed og hindrer passivitet. Endvidere bør utilsigtede konsekvenser begrænses, og gearingsgrænserne bør være robuste nok til at modstå markedsdeltageres gaming og arbitrage. Gearingsgrænserne bør også stå i forhold til den systemiske risiko, som investeringsforeningers anvendelse af gearing udgør, således at det sikres, at sektoren fortsat kan yde værdifulde tjenesteydelser til økonomien. Investeringsforeninger bør f.eks. stadig være i stand til at anvende forskellige og aktive strategier, der kan fungere som støddæmpere i forbindelse med markedsstress. Når myndighederne vurderer, om gearingsgrænser er nødvendige, samt hvilke grænser der står i forhold til de systemiske risici, bør de gennemføre en risikoa-nalyse på grundlag af data, som er indsamlet i henhold til direktiv 2011/61/EU, og risikoindikatorer fra en fælles ramme for risikovurdering (ESMA's forslag til udarbejdelsen af en sådan ramme fremgår af henstilling E1).

Til ESMA's orientering indeholder tabel 5 et eksempel på en ramme for evalueringen af forskellige mulige udformninger af gearingsgrænser med hensyn til deres effektivitet. Som eksempel evalueres tre udformningsmuligheder baseret på konstante gearingsgrænser i tabellen, og konjunkturbestemte grænser overvejes. Disse eksempler udgør ikke et udtømmende sæt muligheder, og nedenstående evaluering bør ses som et eksempel på, hvordan rammen kunne anvendes til at evaluere forskellige udformningsmuligheder.

En standardgrænse ville måske være let at implementere, men kan få store utilsigtede konsekvenser. En sådan grænse kunne være effektiv til at begrænse gearingsrelaterede systemiske risici, hvis den er bindende for en stor del af investeringsforeningssektoren. Denne fremgangsmåde kunne imidlertid få den utilsigtede konsekvens, at nogle forretningsmodeller ikke er levedygtige, hvilket kunne få en alvorlig negativ indvirkning på forskellige produkters likviditet på det globale finansielle marked. Et restriktivt standardloft kunne desuden i væsentlig grad reducere sektorens evne til at absorbere chok på markedet, i det omfang forvaltere af investeringsforeninger investerer aktivt og går imod tendenserne på markedet. Endelig er der en risiko for, at aktiviteter kunne blive flyttet til mindre regulerede dele af den finansielle sektor, fordi sådanne gearingsgrænser i væsentlig grad kunne begrænse aktiviteterne i investeringsforeningssektoren.

Gearingsgrænser baseret på investeringsforeningernes type og/eller profil kan være et nyttigt instrument for de kompetente nationale myndigheder på kort til mellemlangt sigt. En differentiering af gearingsgrænser på baggrund af investeringsforeningernes type og/eller profil ville gøre det muligt for myndighederne effektivt at nå de investeringsforeninger, som bidrager mest til systemisk risiko, og dermed rette op på sektorens strukturelle sårbarheder. Flere forskellige valgmuligheder for differentiering kan overvejes alt efter investeringsforeningens profil. Myndigheder, der forsøger at imødegå risikoen for brandudsalg, kan f.eks. fastsætte grænser for investeringsforeninger, der tilbyder kortfristede indløsninger, eller investerer i mindre likvide aktiver. Et andet eksempel er, at myndigheder, som er bekymrede for smitte, eventuelt kan overveje gearingsgrænser for investeringsforeninger, der har store eller koncentrerede eksponeringer mod andre finansielle institutioner. ESMA kunne bistå myndighederne ved at vejlede om investeringsforeningers profilering med henblik på at vurdere den gearingsrelaterede risiko og gennemføre makroprudentielle gearingsgrænser.

⁽¹⁾ Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's henstilling af 4. april 2013 om delmål og instrumenter for den makroprudentielle politik (ESRB/2013/1) (EUT C 170 af 15.6.2013, s. 1).

⁽²⁾ Jf. f.eks. henstilling ESRB/2013/1. Her findes en oversigt over delmål og en kortlægning af nuværende og potentielle makroprudentielle instrumenter.

Myndighederne kan også tage hensyn til forskelle i det samlede gearingsniveau ved at differentiere grænserne for de enkelte typer af investeringsforeninger. En ulempe kan i denne forbindelse være, at investeringsforeninger kan forsøge at »snyde« med grænserne ved at forsøge at opnå en mere positiv klassifikation af investeringsforeningen ⁽¹⁾. Det kan derfor blive nødvendigt at fastsætte kriterier for, hvordan AIF'er klassificeres i de forskellige typer af investeringsforeninger.

Tabel 5

Mulige rammer for evalueringen af forskellige udformninger af gearingsgrænser med hensyn til effektivitet

	Mulige udformninger af en gearingsgrænse	Konstante gearingsgrænser			Konjunkturbestemte grænser
		1	2	3	
		En standardgrænse	En grænse pr. foreningstype	En grænse pr. foreningsprofil	
Effektivitet	Brandudsalg	Effektiv til at begrænse alle markedssvigt, hvis grænsen er bindende for en stor del af de gearede foreninger	Effektiv til at begrænse alle markedssvigt, hvis grænserne er bindende for en stor del af de gearede foreninger	Effektiv, hvis målrettet mod gearede foreninger med forholdsvis illikvide porteføljer og/eller korte indløsningsfrister	Udføringsmulighed 1-3 kan anvendes på en tidsvarierende måde. Udføringerne ville have samme effekt, men de konjunkturbestemte gearingsgrænser ville være bedre egnede til at begrænse opbygningen af risici i opsvinget af den finansielle cyklus og virkeliggørelsen af risici i nedsvinget.
	Eksternalitet af modparter & indbyrdes forbundethed			Effektiv, hvis målrettet mod gearede foreninger med stærke direkte forbindelser til finansielle institutioner	
	Overdreven kreditformidling			Effektiv, hvis målrettet mod gearede foreninger, som investerer i virksomhedsobligationer og lån	
Effektivitet	Forholdsvis	En lav grænse kan betyde, at nogle foreningstyper (f.eks. hedgefonde) ikke er levedygtige, mens en høj grænse ikke vil forhindre en generel opbygning af gearing	Grænserne er målrettede mod foreningstyper med en forholdsvis høj gearing (f.eks. hedgefonde), men de skelner ikke mellem risikoprofilerne inden for en foreningstype	Grænserne er målrettede mod forskellige overordnede risikoprofiler for foreningerne på tværs af forskellige foreningstyper	Proportionaliteten vil afhænge af den valgte udføringsmulighed

⁽¹⁾ I henhold til direktiv 2011/61/EU kan forvalterne vælge fondstype.

Mulige udformninger af en gearingsgrænse	Konstante gearingsgrænser			Konjunkturbestemte grænser
	1	2	3	
	En standardgrænse	En grænse pr. foreningstype	En grænse pr. foreningsprofil	
Robust nok til at modstå gaming og arbitrage	Ingen mulighed for gaming og arbitrage	En vis mulighed for gaming og arbitrage, da blandede foreninger kan forsøge at opnå en mere favorabel klassifikation af foreningen	Gaming og arbitrage usandsynlig med det lave antal nøje definerede profiler	Muligheden for gaming og arbitrage vil afhænge af den valgte udformning
Kompleksiteten af kalibreringen	Enkleste udformning	Forholdsvis enkel med et lavt antal nøje definerede foreningstyper	Forholdsvis enkel med et lavt antal nøje definerede foreningsprofiler	Kræver en indikator for gearingscyklen og et mål for foreningernes bidrag, hvilket tilføjer et lag af kompleksitet til kalibreringen

Kilde: Tabel 4.1 i Van der Veer et al. (2017)

På længere sigt kan den konjunkturbestemte gearing også undersøges. Myndighederne kan også overveje at anvende en bestemt udformning af gearingsgrænse (f.eks. standardgrænser, grænser bestemt af foreningstype eller foreningsprofil), som følger konjunkturerne. Sammenlignet med faste gearingsgrænser er konjunkturbestemte grænser bedre egnede til at dæmpe opbygningen og virkeliggørelsen af risici i henholdsvis opsvings- og nedsvingsfasen af den finansielle cyklus. På kort til mellemlangt sigt ville en konjunkturbestemt tilgang dog ikke være mulig, idet den ville kræve et mål for den finansielle cyklus og en indikator for foreningens bidrag, hvilket ville føje yderligere et lag af kompleksitet til dette mål. Hvis der anvendes samme fremgangsmåde som den, der anvendes til gearingsgrænser i Basel III, kunne fokus på kort sigt være faste grænser. Anvendelsen af konjunkturbestemte grænser kunne undersøges, når myndighederne har høstet større erfaring med faste grænser.

Gearingsgrænser bør baseres på gearingsforanstaltningerne i direktiv 2011/61/EU med henblik på at fremme en konsekvent anvendelse og gennemsigtighed og undgå regelarbitrage. Anvendelsen af fælles gearingsforanstaltningerne hjælper myndighederne til at opnå en konsekvent anvendelse af gearingsgrænser i Europa. Den øger også gennemsigtigheden af de politiske tiltag og gør dem lettere at gennemføre. Ydermere medvirker brugen af fælles foranstaltninger til at begrænse regelarbitrage hos forvaltere af investeringsforeninger. Myndighederne bør tage højde for kompleksiteten ved at måle gearing og ideelt set bygge videre på eksisterende begreber og foranstaltninger, der er anvendt til at rapportere gearing i henhold til direktiv 2011/61/EU.

En regelmæssig gennemgang af gearingsgrænserne vil føre til i) erfaringsbaserede forbedringer og ii) strømlining med internationale standarder. Det kan måske hævdes, at gearingsforanstaltningerne i direktiv 2011/61/EU endnu ikke er færdigdefinerede på nuværende tidspunkt, eller at foranstaltningerne med tiden ikke længere vil være på linje med internationale standarder (f.eks. de standarder, som IOSCO udarbejder). En stor fordel ved at anvende gearingsforanstaltningerne i direktiv 2011/61/EU er dog, at der automatisk og konsekvent tages højde for potentielle fremtidige forbedringer af målingen af gearing, hvis der er indført en regelmæssig gennemgang. En regelmæssig gennemgang ville også sikre konsistens i forhold til internationale standarder (FSB, IOSCO). En regelmæssig gennemgang af gearingsgrænsen vil være i overensstemmelse med henstilling ESRB/2013/1⁽¹⁾.

Vejledning om kriterierne for at anvende gearingsgrænser er en hjælp for de kompetente nationale myndigheder, når de indfører gearingsgrænser. Tydelig vejledning fremmer en ensartet anvendelse i Europa og mindsker passivitet.

⁽¹⁾ Jf. f.eks. henstilling D i ESRB/2013/1.

ESMA kan hjælpe myndighederne med at indføre gearingsgrænser ved at vejlede om, hvordan myndighederne bør finde en balance mellem regelbaserede foranstaltninger og diskretionær gennemførelse af foranstaltninger. Der bør findes en balance mellem den nemme gennemførelse af regelbaserede foranstaltninger og fleksibiliteten ved at udøve skøn.

Henstilling E(3) — Underrettningsprocedure

ESMA bør udarbejde en klar underrettningsprocedure for beslutninger truffet i henhold til artikel 25 i FAIF-direktivet. Med en sådan harmoniseret procedure kan de kompetente nationale myndigheder effektivt informere ESMA. Og det gør igen ESMA og ESRB i stand til at foretage en effektiv analyse af disse underretninger.

Henstilling E(4) — Benchmarking

For yderligere at fremme et sundt, effektivt og ensartet regulerings- og tilsynsniveau, henstilles det, at ESMA benchmarker de kompetente nationale myndigheders udøvelse af deres beføjelser i henhold til artikel 25, stk. 3, i direktiv 2011/61/EU. En sådan benchmarking kan f.eks. give et fingerpeg om de omstændigheder, som beføjelserne er blevet udøvet under, samt om de krav, der er stillet for at kunne imødegå forskellige situationer. Dette kan være en hjælp til at identificere bedste praksis. ESMA bør også drøfte resultaterne af denne benchmarking med sine medlemmer samt dele viden om de kompetente nationale myndigheders handlinger med de nationale makroprudentielle myndigheder og ESRB.

Selv om resultaterne af denne benchmarking ikke er bindende, kan de anvendes af de kompetente nationale myndigheder til at forbedre deres egen praksis. Der er f.eks. foretaget en benchmarking af de kompetente nationale myndigheders vurdering af de interne fremgangsmåder, som bankerne anvender til at beregne kapitalgrundlagskrav⁽¹⁾, og af scenarier for genopretningsplaner i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/59/EU⁽²⁾,⁽³⁾. Den har vist, at benchmarking er nyttig til at sammenligne tilsynspraksis, hvilket fremmer konvergensen og forbedrer de kompetente nationale myndigheders beslutningstagning, samtidig med at de tilsynsmæssige skønsmæssige beføjelser bibeholdes. Denne benchmarking kan også være med til at forbedre Kommissionens delegerede retsakter i henhold til artikel 25, stk. 9, i direktiv 2011/61/EU (principper for de omstændigheder, hvorunder de kompetente nationale myndigheder anvender bestemmelserne i artikel 25, stk. 3, under hensyntagen til forskellige AIF-strategier, de forskellige markedsforhold, som AIF'er opererer under, og mulige konjunkturførstærkende virkninger som følge af bestemmelsernes anvendelse).

II.5.2. Utsigtede effekter

Der bør foretages en afvejning mellem harmoniseringsniveauet og de skønsmæssige beføjelser, som de kompetente nationale myndigheder har til rådighed. Da hensigten med denne henstilling er at fremme en harmoniseret tilgang til operationaliseringen af artikel 25, vil den indebære visse begrænsninger af de kompetente nationale myndigheders skønsmæssige beføjelser. Formålet med ESMA's beføjelse til at udstede retningslinjer er således at fremme tilsynskonvergens. En ekstrem virkning kan imidlertid være, at ESMA's vejledning om rammen for risikovurdering og udformningen, kalibreringen og implementeringen af makroprudentielle gearingsgrænser kan skabe utilsigtede hindringer for de kompetente nationale myndigheders udøvelse af deres skønsmæssige beføjelser til at implementere makroprudentielle gearingsgrænser for AIF'er, der forvaltes af forvaltere i deres land.

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

⁽²⁾ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/59/EU af 15. maj 2014 om et regelsæt for genopretning og afvikling af kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af Rådets direktiv 82/891/EØF og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/24/EF, 2002/47/EF, 2004/25/EF, 2005/56/EF, 2007/36/EF, 2011/35/EU, 2012/30/EU og 2013/36/EU samt forordning (EU) nr. 1093/2010 og (EU) nr. 648/2012 (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 190).

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

Litteraturliste

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

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

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

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

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

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

Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (2010), »CESR's retningslinjer om risikomåling og beregning af samlet eksponering og modpartsrisiko for investeringsinstitutter«, *Feedback Statement*, juli.

Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 231/2013 af 19. december 2012 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU for så vidt angår undtagelser, generelle vilkår for drift, depositarer, gearing, gennemsigtighed og tilsyn (EUT L 83 af 22.3.2013, s. 1).

Kommissionens direktiv 2007/16/EF af 19. marts 2007 om gennemførelse af Rådets direktiv 85/611/EØF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) med hensyn til afklaring af bestemte definitioner (EUT L 79 af 20.3.2007, s. 11).

Kommissionens direktiv 2010/43/EU af 1. juli 2010 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF for så vidt angår organisatoriske krav, interessekonflikter, god forretningsskik, risikostyring og indholdet af aftalen mellem en depositar og et administrationsselskab (EUT L 176 af 10.7.2010, s. 42).

Vítor Constâncio (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, tale ved Europa-Kommissionens og Den Europæiske Centralbanks fælles konference om finansiel integration og stabilitet i Europa, Frankfurt am Main, Tyskland, april.

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (EUT L 302 af 17.11.2009, s. 32).

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF samt forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010 (EUT L 174 af 1.7.2011, s. 1).

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/59/EU af 15. maj 2014 om et regelsæt for genopretning og afvikling af kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af Rådets direktiv 82/891/EØF og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/24/EF, 2002/47/EF, 2004/25/EF, 2005/56/EF, 2007/36/EF, 2011/35/EU, 2012/30/EU og 2013/36/EU samt forordning (EU) nr. 1093/2010 og (EU) nr. 648/2012 (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 190).

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349).

Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, rapport. Link til rapporten (på engelsk): <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, rapport, december. Link til rapporten (på engelsk): <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Den Europæiske Centralbank (2016), *Financial Stability Review*, maj.

Europa-Kommissionen (2012), *Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) — Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments*. Link til dokumentet (på engelsk): 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*, december.

Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (2014), *Retningslinjer for indberetningsforpligtelsen under artikel 3, stk. 3, litra d), og artikel 24, stk. 1, 2 og 4 i FAIF-direktivet*, (ESMA/2014/869DA), august.

Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, No 2.

Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, ESMA/2016/596 Opinion, april. Link til dokumentet (på engelsk) https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf

Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, No 1, juli.

Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, No 2, maj.

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

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

Rådet for Finansiell Stabilitet (2017), »Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities«, januar.

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

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

International Organization of Securities Commissions (2017), *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management — Good Practices and Issues for Consideration*, Consultation report, CR05/2017, juli.

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

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

Steven Maijoor (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, tale ved ESRB Shadow Banking Workshop, Frankfurt am Main, Tyskland, maj.

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

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

Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's henstilling af 20. december 2012 om pengemarkedsforeninger (ESRB/2012/1), (EUT C 146 af 25.5.2013, s. 1).

Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's henstilling af 4. april 2013 om delmål og instrumenter for den makroprudentielle politik (ESRB/2013/1) (EUT C 170 af 15.6.2013, s. 1).

Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici henstilling af 18. juni 2014 vedrørende vejledning om fastsættelse af kontracykliske buffersatser (ESRB/2014/1) (EUT C 293 af 2.9.2014, s. 1).

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre (EUT L 201 af 27.7.2012, s. 1).

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (EUT L 176 af 27.6.2013, s. 1).

Den Europæiske Centralbanks forordning (EU) nr. 1073/2013 af 18. oktober 2013 om statistik vedrørende investeringsforeningers aktiver og passiver (ECB/2013/38) (EUT L 297 af 7.11.2013, s. 73).

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 909/2014 af 23. juli 2014 om forbedring af værdipapirafviklingen i Den Europæiske Union og om værdipapircentraler samt om ændring af direktiv 98/26/EF og 2014/65/EU samt forordning (EU) nr. 236/2012 (EUT L 257 af 28.8.2014, s. 1).

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2015/760 af 29. april 2015 om europæiske langsigtede investeringsfonde (EUT L 123 af 19.5.2015, s. 98).

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1131 af 14. juni 2017 om pengemarkedsforeninger (EUT L 169 af 30.6.2017, s. 8).

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

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

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

Mary Jo White (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, tale ved The New York Times DealBook Opportunities for Tomorrow Conference, der blev afholdt i One World Trade Center, New York, N.Y., december.

Tillæg

Tabel A1

Likviditetsstyringsinstrumenter i EU-medlemsstaterne (Kilde: ESMA)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	ES	FI	FR	GR	HR	HU	IE	IS	IT	LI	LT	LU	LV	MT	NL	NO	PT	RO	SE	SI	SK	UK
Gates	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	JA	JA	NEJ	NEJ	JA	JA	
Side pockets	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ
Anti-dilutionafgift	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA
Indløsningsgebyrer	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA
Indløsning i naturalier	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA
Suspension af indløsninger	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA
Swing pricing	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA
Kortfristet låntagning	JA	NEJ	JA	JA	JA	JA	NEJ	JA	JA	JA	JA	JA	NEJ	NEJ	JA	JA	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	JA	JA
Obligatoriske likviditetsbuffer	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA
Sideletters	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA
Andre værktøjer/ foranstaltninger	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ