

I

(Ψηφίσματα, συστάσεις και γνωμοδοτήσεις)

ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ

ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΣΥΣΤΗΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

ΣΥΣΤΑΣΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΣΥΣΤΗΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

της 7ης Δεκεμβρίου 2017

σχετικά με τους κινδύνους ρευστότητας και μόχλευσης των επενδυτικών οργανισμών

(ΕΕΣΚ/2017/6)

(2018/C 151/01)

ΤΟ ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΣΥΣΤΗΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ,

Έχοντας υπόψη τη Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης,

Έχοντας υπόψη τον κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1092/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 24ης Νοεμβρίου 2010, σχετικά με τη μακροπροληπτική επίβλεψη του χρηματοοικονομικού συστήματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τη σύσταση Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου ⁽¹⁾, και ιδίως το άρθρο 3 παράγραφος 2 στοιχεία β), δ) και στ) και τα άρθρα 16 έως 18,

Έχοντας υπόψη την απόφαση ΕΕΣΚ/2011/1 του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου, της 20ής Ιανουαρίου 2011, για τη θέσπιση του εσωτερικού κανονισμού του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου ⁽²⁾, και ιδίως τα άρθρα 18 έως 20,

Εκτιμώντας τα ακόλουθα:

- (1) Την τελευταία δεκαετία ο τομέας των επενδυτικών οργανισμών σημείωσε έντονη ανάπτυξη τόσο στην Ένωση όσο και παγκοσμίως, με αποτέλεσμα οι επενδυτικοί οργανισμοί να αντιπροσωπεύουν πλέον μεγαλύτερο μερίδιο των αγορών κινητών αξιών συνολικά. Το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων και περιορισμών στους ισολογισμούς των τραπεζών, σε συνδυασμό με τις αλλαγές που συνεπάγεται η υπό διαμόρφωση ένωση κεφαλαιαγορών, αναμένεται να οδηγήσουν σε περαιτέρω ενίσχυση του ρόλου των επενδυτικών οργανισμών στη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση. Οι ρυθμιστικές αρχές χαιρετίζουν την εξέλιξη αυτή, καθώς η διαφοροποίηση στις πηγές χρηματοδότησης μπορεί να συμβάλει στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και ανθεκτικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του.
- (2) Πάντως, εκφράζονται ανησυχίες για πιθανή ενίσχυση των συνεπειών μιας μελλοντικής χρηματοπιστωτικής κρίσης, ακριβώς λόγω της αυξημένης χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης εκ μέρους των επενδυτικών οργανισμών. Οι αναντιστοιχίες μεταξύ του προφίλ ρευστότητας των περιουσιακών στοιχείων των επενδυτικών οργανισμών ανοικτού τύπου και του προφίλ εξόφλησής τους είναι ικανές να οδηγήσουν σε βεβιασμένες πωλήσεις (fire sales), προκειμένου να ικανοποιηθούν συρρέοντα αιτήματα εξαγοράς σε περιόδους χαρακτηριζόμενες από ένταση στην αγορά. Οι εν λόγω πωλήσεις θα μπορούσαν με τη σειρά τους να επηρεάσουν δυσμενώς λοιπούς συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές, κατόχους ομοειδών περιουσιακών στοιχείων ή άλλων, στενά συσχετιζόμενων με αυτά. Επιπλέον, η μόχλευση μπορεί να ενισχύσει τον αντίκτυπο αρνητικών κινήσεων στην αγορά, καθώς δημιουργεί ανοίγματα που υπερβαίνουν σε αξία εκείνη των περιουσιακών στοιχείων ενός επενδυτικού οργανισμού. Εκτός από τους συγκεκριμένους διαύλους έμμεσης μετάδοσης, ένας οργανισμός επενδύσεων μπορεί να μεταδώσει τον κίνδυνο μέσω της διασύνδεσής του, π.χ. με τους επενδυτές του, η οποία αποτελεί έναν διάυλο άμεσης μετάδοσης διαταραχών σε λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.
- (3) Εξάλλου, οι επενδυτικοί οργανισμοί είναι ευάλωτοι σε μεταβολές της δυναμικής και της δομής των αγορών. Για παράδειγμα, η αναζήτηση αποδόσεων σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων μπορεί να ωθήσει σε τοποθέτηση αυξημένου ποσοστού επενδύσεων σε δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Εν προκειμένω ελλοχεύει ο κίνδυνος να προκληθεί ραγδαία αύξηση των αιτημάτων εξαγοράς από επενδυτές στους εν λόγω οργανισμούς λόγω μακροοικονομικών διαταραχών, όπως η αναστροφή στα ασφάλιστρα κινδύνου. Το φαινόμενο αυτό μπορεί μάλιστα να είναι ιδιαίτερα έντονο στην περίπτωση των επενδυτικών οργανισμών που κατέχουν μεγάλο ποσοστό περιουσιακών στοιχείων υψηλής μόχλευσης και λιγότερα περιουσιακά στοιχεία ευχερούς ρευστοποίησης στα χαρτοφυλάκιά τους.

⁽¹⁾ ΕΕ L 331 της 15.12.2010, σ. 1.

⁽²⁾ ΕΕ C 58 της 24.2.2011, σ. 4.

- (4) Ακόμη, εφόσον δεν αντιμετωπίζεται δεόντως ο ως άνω κίνδυνος, κάποιοι επενδυτές ενδέχεται να κάνουν χρήση του «πλεονεκτήματος της πρώτης κίνησης», ήτοι να προβαίνουν σε εξαγορά πριν από την εκδήλωση συνθηκών πίεσης στην αγορά ή στα πρώιμα στάδια της, χωρίς οι ίδιοι να υφίστανται το σύνολο των συνεπειών της συγκεκριμένης αγοράς, μετακυλιντών στους λοιπούς επενδυτές τη σχετική επιβάρυνση.
- (5) Το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο στην Ένωση περιλαμβάνει μέτρα που έχουν σχεδιαστεί για να περιορίζουν τη διάδοση φαινομένων εκδηλούμενων στον τομέα των επενδυτικών οργανισμών υπό συνθήκες χρηματοπιστωτικής κρίσης και να ενισχύουν την ανθεκτικότητά τους. Το νομοθετικό πλαίσιο εν προκειμένω περιλαμβάνει τις οδηγίες 2009/65/ΕΚ⁽¹⁾ και 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου⁽²⁾.
- (6) Αμφότερες οι οδηγίες 2009/65/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ περιέχουν απαιτήσεις διαχείρισης ρευστότητας. Οι οργανισμοί εναλλακτικών επενδύσεων (ΟΕΕ) υποχρεούνται να διαθέτουν πολιτικές εξόφλησης συνεπείς με το προφίλ ρευστότητας βάσει της επενδυτικής τους στρατηγικής και να διενεργούν τακτικά προσομοιώσεις ακραίων καταστάσεων υπό κανονικές και εξαιρετικές συνθήκες ρευστότητας. Οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) διέπονται από λεπτομερείς κανόνες ως προς την καταλληλότητα των κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων στις οποίες επιτρέπεται να επενδύουν και υποχρεούνται να διενεργούν ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων όποτε ενδείκνυται.
- (7) Ενόψει της αντιμετώπισης των συστημικών κινδύνων που συνδέονται με τη μόχλευση στους επενδυτικούς οργανισμούς οι οδηγίες 2009/65/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ παρέχουν ήδη νομική βάση για τον περιορισμό στη δημιουργία μόχλευσης. Το άρθρο 51 παράγραφος 3 της οδηγίας 2009/65/ΕΚ προβλέπει επενδυτικό όριο για την έκθεση των ΟΣΕΚΑ σε παράγωγα μέσα, ενώ το άρθρο 83 παράγραφος 2 στοιχείο α) της ίδιας οδηγίας εισάγει προσωρινό ανώτατο όριο δανεισμού 10 %. Το άρθρο 25 παράγραφος 3 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ επιτρέπει στις εθνικές αρμόδιες αρχές (ΕΑΑ) την επιβολή ορίων μόχλευσης ή λοιπών περιορισμών στη διαχείριση των ΟΕΕ. Εξάλλου, το άρθρο 25 παράγραφος 7 της ίδιας οδηγίας προβλέπει τη συμμετοχή της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) στη διαδικασία βάσει της οποίας διαπιστώνεται αν η μόχλευση που χρησιμοποιεί ορισμένος διαχειριστής οργανισμού εναλλακτικών επενδύσεων (ΔΟΕΕ) ή ορισμένη ομάδα ΔΟΕΕ εγείρει ουσιώδη κίνδυνο για τη σταθερότητα και ακεραιότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος, ορίζοντας μάλιστα ότι η ΕΑΚΑΑ μπορεί να εκδίδει συμβουλές προς τις ΕΑΑ και να καθορίζει τα εφαρμοστέα κατά περίπτωση διορθωτικά μέτρα, στα οποία συγκαταλέγονται και τα όρια του ύψους μόχλευσης.
- (8) Η εφαρμογή σταθερά υψηλών προτύπων όσον αφορά την ικανότητα των διαχειριστών επενδυτικών οργανισμών να διαχειρίζονται κινδύνους στην Ένωση κρίνεται δικαιολογημένη, προκειμένου να διασφαλίζεται η δυνατότητα μετριάσμου του συστημικού κινδύνου βάσει σχετικού ρυθμιστικού πλαισίου. Υπάρχουν στοιχεία που τεκμηριώνουν ότι το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο περιέχει διατάξεις για την αποτελεσματική διαχείριση των κινδύνων από τους επενδυτικούς οργανισμούς σε επίπεδο μικροπροληπτικής εποπτείας. Ωστόσο, η αποτελεσματικότητά της σε μακροπροληπτικό επίπεδο σε μεγάλο βαθμό δεν έχει δοκιμαστεί. Σκοπός της παρούσας σύστασης είναι να αντιμετωπιστούν οι συστημικοί κίνδυνοι που συνδέονται με τις αναντιστοιχίες ρευστότητας και με τη χρήση μόχλευσης στους επενδυτικούς οργανισμούς. Αυτό θα ενισχύσει το ενωσιακό μακροπροληπτικό πλαίσιο που διέπει τον τομέα της διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων.
- (9) Η σύσταση Α έχει σχεδιαστεί για την αντιμετώπιση τυχόν κινδύνων που ανακύπτουν όταν οι διαχειριστές επενδυτικών οργανισμών στερούνται των κατάλληλων εργαλείων διαχείρισης της ρευστότητας, όπως είναι η χρέωση εξόδων εξαγοράς, η εφαρμογή ορίου αναλήψεων κατά την εξαγορά («gates») ή η δυνατότητα προσωρινής αναστολής των εξαγορών. Ελλείψει τέτοιων εργαλείων, οι πιέσεις που ασκούνται λόγω της συρροής αιτημάτων εξαγοράς σε περιόδους φθίνουσας πορείας στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων θα μπορούσαν να προκαλέσουν συστημικού χαρακτήρα ένταση στην αγορά ρευστότητας και να επιδεινώσουν την ήδη πτωτική πορεία των τιμών, γεγονός που θα μπορούσε με τη σειρά του να απειλήσει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η θέση στη διάθεση των κρατών μελών μιας ποικιλόμορφης δέσμης εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας θα ενίσχυε την ικανότητα των διαχειριστών επενδυτικών οργανισμών να αντιμετωπίσουν τυχόν πιέσεις προερχόμενες από αιτήματα εξαγοράς υπό συνθήκες έντασης στην αγορά ρευστότητας. Επιπλέον, η σύσταση Α απαιτεί περαιτέρω αποσαφήνιση της αρμοδιότητας των ΕΑΑ να αναστέλλουν τις εξαγορές.
- (10) Η σύσταση Β έχει σχεδιαστεί για τον μετριασμό και την αποτροπή υπερβολικών αναντιστοιχιών ρευστότητας σε ΟΕΕ ανοικτού τύπου. Μεγάλο μέρος των επενδύσεων ορισμένων εξ αυτών αποτελείται από περιουσιακά στοιχεία που είναι δυσχερώς ρευστοποιήσιμα εκ της φύσεώς τους. Στη συγκεκριμένη κατηγορία ΟΕΕ συγκαταλέγονται οι επενδυτικοί οργανισμοί που επενδύουν σε ακίνητα, σε μη εισηγμένους τίτλους, δάνεια και λοιπά εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία. Οι επενδυτικοί οργανισμοί πρέπει, στη διάρκεια της διαδικασίας έγκρισης και/ή κατόπιν της έγκρισης, να καταδεικνύουν στις ΕΑΑ την ικανότητά τους να διατηρήσουν την επενδυτική τους στρατηγική υπό συνθήκες έντασης στην αγορά.
- (11) Η σύσταση Γ έχει σχεδιαστεί για να προαγάγει την εφαρμογή συνεκτικών πρακτικών προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων όσον αφορά τη ρευστότητα σε επίπεδο μεμονωμένων επενδυτικών οργανισμών. Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων είναι εργαλεία που συνδράμουν τους διαχειριστές επενδυτικών οργανισμών στον εντοπισμό αδυναμιών της επενδυτικής τους στρατηγικής και τους ίδιους αυτούς οργανισμούς στην προετοιμασία για την αντιμετώπιση κρίσεων. Οι εν λόγω ασκήσεις αναμένεται ότι θα μειώσουν τον κίνδυνο ρευστότητας σε επίπεδο επενδυτικού οργανισμού

⁽¹⁾ Οδηγία 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 13ης Ιουλίου 2009, για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) (ΕΕ L 302 της 17.11.2009, σ. 32).

⁽²⁾ Οδηγία 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 8ης Ιουνίου 2011, σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων και για την τροποποίηση των οδηγιών 2003/41/ΕΚ και 2009/65/ΕΚ και των κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 και (ΕΕ) αριθ. 1095/2010 (ΕΕ L 174 της 1.7.2011, σ. 1).

και ότι θα συμβάλουν στη μείωσή του σε επίπεδο χρηματοπιστωτικού συστήματος, εφόσον χρησιμοποιηθούν σωστά, ήτοι ως εργαλεία διαχείρισης κινδύνων και λήψης αποφάσεων. Η διαμόρφωση πλαισίου καθοδήγησης σχετικά με τις επιμέρους πρακτικές διενέργειας ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων αναμένεται να μειώσει τον κίνδυνο ρευστότητας τόσο σε επίπεδο επενδυτικού οργανισμού όσο και σε επίπεδο συστήματος, ενισχύοντας παράλληλα την ικανότητα των οντοτήτων να διαχειρίζονται τη ρευστότητα κατά τρόπο που εξυπηρετεί καλύτερα τα συμφέροντα των επενδυτών και προλαμβάνει εκπλήξεις και τις επακόλουθες αυτών έκτακτες αντιδράσεις σε περιόδους απρόβλεπτης αύξησης του αριθμού των αιτημάτων εξαγοράς.

- (12) Η σύσταση Δ έχει σχεδιαστεί με σκοπό τη θέσπιση ενός εναρμονισμένου πλαισίου παροχής στοιχείων από τους ΟΣΕΚΑ στην Ένωση. Αν και πολλές χώρες της Ένωσης προβλέπουν ήδη υποχρεώσεις παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ, οι πρακτικές τους διαφέρουν σημαντικά από άποψη συχνότητας και είδους παρεχόμενων στοιχείων και υπόχρεων παροχής τους. Η έλλειψη εναρμονισμένου πλαισίου εν προκειμένω δυσχεραίνει την παρακολούθηση και την ολοκληρωμένη αξιολόγηση του πιθανού ρόλου των ΟΣΕΚΑ ως εστιών κινδύνου για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Εξάλλου, ένα εναρμονισμένο πλαίσιο παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ θα περιορίσει τις ανεπάρκειες που σήμερα χαρακτηρίζουν την παροχή στοιχείων τόσο για τις ΕΑΑ όσο και για τον κλάδο.
- (13) Η σύσταση Ε έχει σχεδιαστεί για να διευκολύνει την εφαρμογή του άρθρου 25 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ, το οποίο προβλέπει ένα μακροπροληπτικό εργαλείο περιορισμού της μόχλευσης σε επίπεδο ΟΕΕ. Εν προκειμένω καθίσταται αναγκαία η αποσαφήνιση της χρήσης του εν λόγω εργαλείου μέσω της εκπόνησης κοινής προσέγγισης που θα διασφαλίζει τη δυνατότητα των ΕΑΑ να το χρησιμοποιούν με εναρμονισμένο τρόπο. Επομένως, πρέπει να προβλεφθεί καθοδήγηση σχετικά με τη δημιουργία πλαισίου αξιολόγησης των κινδύνων μόχλευσης και τον σχεδιασμό, τη βαθμονόμηση και την εφαρμογή ορίων μόχλευσης.
- (14) Η παρούσα σύσταση τίθεται υπέρ της δημιουργίας ενός πλαισίου διαχείρισης των συστημικών κινδύνων που μπορούν να ανακύψουν στον τομέα των επενδυτικών οργανισμών ή να μεταδίδονται μέσω αυτού, το οποίο θα διέπεται από την αρχή της αναλογικότητας και παράλληλα θα διατηρεί, ως προς τη δυνατότητα εξαγοράς, τα βασικά χαρακτηριστικά που προσελκύουν επενδυτές σε επενδυτικούς οργανισμούς ανοικτού τύπου και διευκολύνουν τις συλλογικές επενδύσεις.
- (15) Η παρούσα σύσταση λαμβάνει υπόψη τις διεθνείς και ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες που βρίσκονται σε εξέλιξη σχετικά με τις μακροπροληπτικές πολιτικές μετριασμού των κινδύνων που πηγάζουν από τις αναντιστοιχίες ρευστότητας και τη μόχλευση στους επενδυτικούς οργανισμούς και, ιδίως, τις εργασίες του Συμβουλίου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΣΧΣ) και του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (International Organization of Securities Commissions – IOSCO). Στις 12 Ιανουαρίου 2017 το ΣΧΣ δημοσίευσε συστάσεις για την αντιμετώπιση διαρθρωτικών αδυναμιών σε επίπεδο δραστηριοτήτων διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων που απορρέουν από τις αναντιστοιχίες ρευστότητας και από τη χρήση μόχλευσης σε επενδυτικούς οργανισμούς⁽¹⁾. Για να συμπληρωθεί το έργο του ΣΧΣ έχει ανατεθεί στον IOSCO η υλοποίηση των συστάσεων του πρώτου. Πρόκειται για μια διεργασία που βρίσκεται σε εξέλιξη.
- (16) Για σκοπούς εφαρμογής των μακροπροληπτικών στοιχείων του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου για τους επενδυτικούς οργανισμούς και διασφάλιση συνέπειας στη δράση των ΕΑΑ, η παρούσα σύσταση απευθύνεται μεταξύ άλλων και στην ΕΑΚΑΑ ως προς τον διευκολυντικό και συντονιστικό της ρόλο.
- (17) Για την αντιμετώπιση περαιτέρω κινδύνων τους οποίους εγείρουν οι επενδυτικοί οργανισμοί συνιστάται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή η πρόταση πρόσθετων νομοθετικών μέτρων. Εν προκειμένω αναγνωρίζεται ότι η ημερήσια διάταξη της περιλαμβάνει ήδη αναθεωρήσεις του νομοθετικού πλαισίου στον συγκεκριμένο τομέα. Οι αναθεωρήσεις αυτές θα προσφέρουν την ευκαιρία να εξεταστούν τα μακροπροληπτικά ζητήματα που αναφέρονται στις επιμέρους συστάσεις.
- (18) Οι συστάσεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου ΕΣΣΚ δημοσιεύονται αφότου το γενικό συμβούλιο ενημερώσει σχετικά το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του παράσχει την ευκαιρία να αντιδράσει,

ΕΞΕΔΩΣΕ ΤΗΝ ΠΑΡΟΥΣΑ ΣΥΣΤΑΣΗ:

ΤΜΗΜΑ 1

ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ

Σύσταση Α – Εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας για σκοπούς εξαγοράς

1. Συνιστάται στην Επιτροπή να προτείνει την ενσωμάτωση στην ενωσιακή νομοθεσία κοινού νομικού πλαισίου σε επίπεδο Ένωσης, το οποίο θα διέπει τη δυνατότητα ενεργοποίησης πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας (a-LMT) στο πλαίσιο του σχεδιασμού των επενδυτικών οργανισμών, ανεξαρτήτως της προέλευσής τους εντός της Ένωσης, κατά τρόπο ώστε η απόφαση σχετικά με το ποια εξ αυτών θα περιλαμβάνονται κάθε φορά στα ιδρυτικά έγγραφα τους ή σε λοιπές σχετικές προσυμβατικές πληροφορίες να λαμβάνεται ξεχωριστά από κάθε οντότητα υπεύθυνη για τη διαχείριση.

⁽¹⁾ Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, «Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities», Ιανουάριος 2017.

2. Συνιστάται στην Επιτροπή να προτείνει την ενσωμάτωση στην ενωσιακή νομοθεσία περαιτέρω διατάξεων που να εξειδικεύουν τον ρόλο των ΕΑΑ όταν κάνουν χρήση των αρμοδιοτήτων αναστολής των εξαγωγών υπό συνθήκες με διασυνοριακές συνέπειες για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.
3. Συνιστάται στην Επιτροπή να προτείνει τον καθορισμό στην ενωσιακή νομοθεσία του γενικού διευκολυντικού, συμβουλευτικού και συντονιστικού ρόλου της ΕΑΚΑΑ σε σχέση με τις αρμοδιότητες των ΕΑΑ να αναστέλλουν τις εξαγωγές υπό συνθήκες με διασυνοριακές συνέπειες για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα κατά την παράγραφο 2.

Σύσταση Β - Πρόσθετες διατάξεις για τη μείωση της πιθανότητας υπερβολικών αναντιστοιχιών ρευστότητας

Συνιστάται στην Επιτροπή να προτείνει την ενσωμάτωση στην ενωσιακή νομοθεσία μέτρων περιορισμού της έκτασης στην οποία η χρήση του μετασχηματισμού ρευστότητας σε ΟΕΕ ανοικτού τύπου θα μπορούσε να συντελέσει στη δημιουργία συστημικών κινδύνων ή κινδύνου για την ομαλή λειτουργία των αγορών.

Σύσταση Γ - Διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων

Προς ενίσχυση της εποπτικής σύγκλισης συνιστάται στην ΕΑΚΑΑ να αναπτύξει πλαίσιο καθοδήγησης όσον αφορά τις πρακτικές που θα πρέπει να ακολουθούν οι διαχειριστές μεμονωμένων ΟΕΕ και ΟΣΕΚΑ για σκοπούς προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων από την άποψη του κινδύνου ρευστότητας.

Σύσταση Δ - Παροχή στοιχείων από ΟΣΕΚΑ

1. Συνιστάται στην Επιτροπή να προτείνει την πρόβλεψη στην ενωσιακή νομοθεσία υποχρέωσης των ΟΣΕΚΑ και των εταιρειών διαχείρισης ΟΣΕΚΑ να παρέχουν τακτικά στοιχεία, ιδίως για τον κίνδυνο ρευστότητας και τη μόχλευση, στην αρμόδια αρχή, καθώς επίσης και στην ΕΑΑ, αν αυτή δεν είναι η αρμόδια αρχή για τους σκοπούς παροχής των εν λόγω στοιχείων.
2. Συνιστάται στην Επιτροπή να προτείνει την παροχή των στοιχείων της παραγράφου 1 τουλάχιστον σε τριμηνιαία βάση, βάσει πλαισίου παροχής στοιχείων, από ποσοστό επί του συνόλου των ΟΣΕΚΑ και εταιρειών διαχείρισης ΟΣΕΚΑ το οποίο να είναι επαρκώς αντιπροσωπευτικό του κλάδου από άποψη χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Ένα επαρκές υποσύνολο της δέσμης στοιχείων θα πρέπει κατ' ελάχιστον να παρέχεται σε ετήσια βάση από αντιπροσωπευτικό ποσοστό επί του συνόλου των ΟΣΕΚΑ και εταιρειών διαχείρισης ΟΣΕΚΑ.
3. Συνιστάται στην Επιτροπή να προτείνει να τεθούν στη διάθεση των ΕΑΑ λοιπών οικείων κρατών μελών, της ΕΑΚΑΑ και του ΕΣΣΚ τα στοιχεία της παραγράφου 1.

Σύσταση Ε - Καθοδήγηση αναφορικά με το άρθρο 25 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

1. Συνιστάται στην ΕΑΚΑΑ να παρέχει καθοδήγηση σχετικά με το πλαίσιο αξιολόγησης της έκτασης στην οποία η χρήση μόχλευσης στον τομέα των ΟΕΕ συντελεί στη δημιουργία συστημικού κινδύνου στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.
2. Συνιστάται στην ΕΑΚΑΑ να παρέχει καθοδήγηση σχετικά με τον σχεδιασμό, τη βαθμονόμηση και την εφαρμογή μακροπροληπτικών ορίων μόχλευσης.
3. Συνιστάται στην ΕΑΚΑΑ να παρέχει καθοδήγηση σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο οι ΕΑΑ θα πρέπει να κοινοποιούν στην ίδια, στο ΕΣΣΚ και σε λοιπές ΕΑΑ την πρόθεσή τους να εφαρμόσουν μακροπροληπτικά μέτρα σύμφωνα με το άρθρο 25 παράγραφος 3 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ.
4. Συνιστάται στην ΕΑΚΑΑ να χρησιμοποιεί τις πληροφορίες που λαμβάνει από τις ΕΑΑ σύμφωνα με το άρθρο 25 παράγραφος 3 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ για τη συγκριτική αξιολόγηση και την ανταλλαγή γνώσεων με τις εθνικές μακροπροληπτικές αρχές και το ΕΣΣΚ σχετικά με τις πρακτικές εφαρμογής ορίων μόχλευσης και επιβολής λοιπών περιορισμών στη διαχείριση των ΟΕΕ.

ΤΜΗΜΑ 2

ΕΦΑΡΜΟΓΗ

1. Ορισμοί

1. Για τους σκοπούς της παρούσας σύστασης ισχύουν οι ακόλουθοι ορισμοί:

- α) «πρόσθετα εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας» (a-LMT): εργαλεία που συνδράμουν τους ΟΕΕ ανοικτού τύπου, τους ΟΣΕΚΑ και τους διαχειριστές τους στη διαχείριση των αιτημάτων εξαγοράς με τον πλέον κατάλληλο και αποτελεσματικό τρόπο ανά πάσα στιγμή, ιδίως υπό συνθήκες έντασης στην αγορά. Αυτά τα εργαλεία θα πρέπει να περιλαμβάνουν κατασταλτικά μέτρα, όπως αναστολές εξαγωγών ή αναβαλλόμενες εξαγωγές (όρια αναλήψεων κατά την εξαγορά, γνωστά ως «gates»/περίοδοι προειδοποίησης δυνάμενες να παραταθούν), και προληπτικά μέτρα, όπως η κατανομή εξόδων συναλλαγής στους επενδυτές που προβαίνουν σε εγγραφή/εξαγορά (προσαρμοζόμενη τιμολόγηση, γνωστή ως «swing pricing»/εισφορές για την αποτροπή της απομείωσης αξίας)·

- β) «οργανισμοί εναλλακτικών επενδύσεων» (OEE): οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων όπως ορίζονται στο άρθρο 4 παράγραφος 1 στοιχείο α) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ·
- γ) «διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων» (ΔΟΕΕ): νοούνται όπως στο άρθρο 4 παράγραφος 1 στοιχείο β), με την επιφύλαξη των εξαιρέσεων του άρθρου 2 παράγραφος 3 και του άρθρου 3 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ·
- δ) «ΔΟΕΕ OEE ανοικτού τύπου»: διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων που εμπίπτουν στην κατηγορία που ορίζεται στο άρθρο 1 παράγραφος 2 του κατ' εξουσιοδότηση κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 694/2014 της Επιτροπής⁽¹⁾·
- ε) «οντότητα υπεύθυνη για τη διαχείριση»: i) εταιρεία διαχείρισης όπως ορίζεται στο άρθρο 2 παράγραφος 1 στοιχείο β) της οδηγίας 2009/65/ΕΚ· ii) ΟΣΕΚΑ που έχει συσταθεί ως εταιρεία επενδύσεων που δεν έχει ορίσει εταιρεία διαχείρισης κατά τα προβλεπόμενα στην οδηγία 2009/65/ΕΚ· iii) ΔΟΕΕ όπως ειδικότερα ορίζεται στο άρθρο 4 παράγραφος 1 στοιχείο β) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ· και iv) υποκείμενος σε εσωτερική διαχείριση OEE που έχει συσταθεί ως εταιρεία επενδύσεων που δεν έχει ορίσει ΔΟΕΕ κατά τις αναφορές του άρθρου 5 παράγραφος 1 στοιχείο β) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ·
- στ) «μόχλευση»: κάθε μέθοδος με την οποία ένας επενδυτικός οργανισμός αυξάνει την έκθεσή του καθ' υπέρβαση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων του μέσω του δανεισμού ρευστών διαθέσιμων ή τίτλων, μέσω μόχλευσης ενσωματούμενης σε θέσεις παραγώγων ή με άλλο τρόπο·
- ζ) «εθνική αρμόδια αρχή» (ΕΑΑ): αρμόδια αρχή, όπως ορίζεται στο άρθρο 2 παράγραφος 1 στοιχείο η) της οδηγίας 2009/65/ΕΚ ή στο άρθρο 4 παράγραφος 1 στοιχείο στ) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ·
- η) «συστημικός κίνδυνος»: νοείται όπως στο άρθρο 2 στοιχείο γ) του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1092/2010·
- θ) «οργανισμός συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες» (ΟΣΕΚΑ): οργανισμός όπως ορίζεται στο άρθρο 1 παράγραφος 2 της οδηγίας 2009/65/ΕΚ, ο οποίος έχει αδειοδοτηθεί σύμφωνα με το άρθρο 5 της εν λόγω οδηγίας·
- ι) «εταιρεία διαχείρισης ΟΣΕΚΑ»: νοείται όπως στο άρθρο 2 παράγραφος 1 στοιχείο β) της οδηγίας 2009/65/ΕΚ.
2. Τα παραρτήματα I και II αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της παρούσας σύστασης. Σε περίπτωση αποκλίσεων μεταξύ του κυρίως κειμένου και των παραρτημάτων κατισχύει το πρώτο.

2. Κριτήρια εφαρμογής

1. Για τους σκοπούς εφαρμογής της παρούσας σύστασης ισχύουν τα ακόλουθα κριτήρια:

- η σύσταση αφορά OEE, ΔΟΕΕ, ΟΣΕΚΑ και εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ·
- το κανονιστικό αρμπιτράζ θα πρέπει να αποφεύγεται·
- θα πρέπει να λαμβάνεται δεόντως υπόψη η αρχή της αναλογικότητας, σε συνάρτηση με τον επιδιωκόμενο στόχο και το περιεχόμενο των επιμέρους διατάξεων της παρούσας σύστασης·
- τα κριτήρια συμμόρφωσης καθορίζονται στο παράρτημα I.

2. Οι αποδέκτες καλούνται να υποβάλουν στο ΕΣΣΚ και στο Συμβούλιο εκθέσεις σχετικά με τις ενέργειες στις οποίες προβαίνουν προς συμμόρφωση με την παρούσα σύσταση ή να αιτιολογούν επαρκώς τυχόν αποχή τους από οποιαδήποτε ενέργεια. Οι σχετικές εκθέσεις θα πρέπει να περιέχουν κατ' ελάχιστον:

- πληροφορίες για το ουσιαστικό περιεχόμενο και το χρονοδιάγραμμα των ενεργειών, περιλαμβανομένων κατά περίπτωση τυχόν ενεργειών που αφορούν τις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές·
- αξιολόγηση της προσφορότητας των ενεργειών σε σχέση με τους σκοπούς της παρούσας σύστασης·
- λεπτομερή αιτιολόγηση τυχόν αποχής από οποιαδήποτε ενέργεια ή παρέκκλισης από την παρούσα σύσταση, περιλαμβανομένων τυχόν καθυστερήσεων.

3. Χρονοδιάγραμμα ενεργειών προς εφαρμογή της παρούσας σύστασης

Οι αποδέκτες καλούνται να υποβάλουν στο ΕΣΣΚ και στο Συμβούλιο εκθέσεις σχετικά με τις ενέργειες στις οποίες προβαίνουν προς συμμόρφωση με την παρούσα σύσταση ή να αιτιολογούν επαρκώς τυχόν αποχή τους από οποιαδήποτε ενέργεια, σύμφωνα με το ακόλουθο χρονοδιάγραμμα:

1. Σύσταση Α

Έως τις 31 Δεκεμβρίου 2020 η Επιτροπή παραδίδει στο ΕΣΣΚ και στο Συμβούλιο έκθεση σχετικά με την εφαρμογή της επιμέρους σύστασης Α παράγραφοι 1, 2 και 3·

⁽¹⁾ Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 694/2014 της Επιτροπής, της 17ης Δεκεμβρίου 2013, που συμπληρώνει την οδηγία 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τον καθορισμό ρυθμιστικών τεχνικών προτύπων σχετικά με τους τύπους διαχειριστών οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΕΕ L 183 της 24.6.2014, σ. 18).

2. Σύσταση Β

Έως τις 31 Δεκεμβρίου 2020 η Επιτροπή παραδίδει στο ΕΣΣΚ και στο Συμβούλιο έκθεση σχετικά με την εφαρμογή της επιμέρους σύστασης Β·

3. Σύσταση Γ

Έως τις 30 Ιουνίου 2019 η ΕΑΚΑΑ παραδίδει στο ΕΣΣΚ και στο Συμβούλιο την καθοδήγηση που αναφέρεται στην επιμέρους σύσταση Γ·

4. Σύσταση Δ

Έως τις 31 Δεκεμβρίου 2020 η Επιτροπή παραδίδει στο ΕΣΣΚ και στο Συμβούλιο έκθεση σχετικά με την εφαρμογή της επιμέρους σύστασης Δ παράγραφοι 1, 2 και 3·

5. Σύσταση Ε

α) Έως τις 30 Ιουνίου 2019 η ΕΑΚΑΑ παραδίδει στο ΕΣΣΚ και στο Συμβούλιο την καθοδήγηση που αναφέρεται στην επιμέρους σύσταση Ε παράγραφοι 1, 2 και 3·

β) Αρχής γενομένης από τις 31 Δεκεμβρίου 2019 η ΕΑΚΑΑ παρέχει στις εθνικές μακροπροληπτικές αρχές και στο ΕΣΣΚ, τουλάχιστον σε ετήσια βάση, τις πληροφορίες που αναφέρονται στην επιμέρους σύσταση Ε παράγραφος 4.

4. Παρακολούθηση και αξιολόγηση

1. Η γραμματεία του ΕΣΣΚ:

α) συνδράμει τους αποδέκτες, διασφαλίζοντας τον συντονισμό της παροχής στοιχείων και των σχετικών υποδειγμάτων και διευκρινίζοντας, όπου είναι απαραίτητο, τη διαδικασία και το χρονοδιάγραμμα ενεργειών προς εφαρμογή των επιμέρους συστάσεων της παρούσας·

β) ελέγχει τις ενέργειες στις οποίες προβαίνουν οι αποδέκτες προς εφαρμογή των επιμέρους συστάσεων της παρούσας, τους συνδράμει εφόσον το ζητούν και υποβάλλει σχετικές εκθέσεις στο γενικό συμβούλιο μέσω της διευθύνουσας επιτροπής.

2. Το γενικό συμβούλιο θα αξιολογεί τις ενέργειες και αιτιολογίες των αποδεκτών και, ανάλογα με την περίπτωση, μπορεί να κρίνει αν υφίσταται παράλειψη συμμόρφωσης επιμέρους σύστασης της παρούσας εκ μέρους ορισμένου αποδέκτη ή παράλειψη επαρκούς αιτιολόγησης τυχόν αποχής του από οποιαδήποτε ενέργεια.

Φρανκφούρτη, 7 Δεκεμβρίου 2017.

Προϊστάμενος της Γραμματείας του ΕΣΣΚ, εξ ονόματος του
γενικού συμβουλίου του ΕΣΣΚ

Francesco MAZZAFERRO

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΣΥΜΜΟΡΦΩΣΗΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ

Σύσταση Α

Για τη **σύσταση Α** ορίζονται ειδικότερα τα ακόλουθα κριτήρια συμμόρφωσης.

A(1) — Διαθεσιμότητα πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας

Η ενωσιακή νομοθεσία θα πρέπει να προβλέπει τη νόμιμη χρήση ενός ευρέως φάσματος πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας (a-LMT) σε επίπεδο Ένωσης, αναγνωρίζοντας παράλληλα ότι οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων θα πρέπει να φέρουν την κύρια ευθύνη για την ενεργοποίηση και εφαρμογή των εν λόγω εργαλείων και ότι ορισμένα εξ αυτών δεν πρόκειται να είναι κατάλληλα ή αναγκαία για όλους τους τύπους επενδυτικών οργανισμών ανοικτού τύπου. Τα εν λόγω εργαλεία θα πρέπει να συνδράμουν τους οργανισμούς εναλλακτικών επενδύσεων (ΟΕΕ) ανοικτού τύπου, τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) και τους διαχειριστές τους στη δέουσα και αποτελεσματική διαχείριση των αιτημάτων εξαγοράς ανά πάσα στιγμή, και ιδίως σε περιόδους έντασης στην αγορά.

Οι τροποποιήσεις που προτείνει η Επιτροπή στη σχετική νομοθεσία της Ένωσης θα πρέπει να περιλαμβάνουν υποχρεώσεις:

- α) των διαχειριστών οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΔΟΕΕ) των ΟΕΕ ανοικτού τύπου και των εταιρειών διαχείρισης ΟΣΕΚΑ να αξιολογούν όλα τα διαθέσιμα a-LMT και, συγκεκριμένα, να αξιολογούν ποια εξ αυτών είναι κατάλληλα για τις επενδυτικές στρατηγικές των οργανισμών που τελούν υπό τη διαχείρισή τους και θα πρέπει ως εκ τούτου να περιλαμβάνονται στα ιδρυτικά έγγραφα ή σε λοιπές προσυμβατικές πληροφορίες των τελευταίων για σκοπούς εφαρμογής τους τόσο υπό φυσιολογικές συνθήκες όσο και υπό συνθήκες έντασης στην αγορά, και να παρέχουν στους επενδυτές επαρκή διαφάνεια σε σχέση με τα εν λόγω εργαλεία·
- β) των ΔΟΕΕ των ΟΕΕ ανοικτού τύπου και των εταιρειών διαχείρισης ΟΣΕΚΑ να συμπεριλαμβάνουν στο ελάχιστο περιεχόμενο των ιδρυτικών εγγράφων ή λοιπών προσυμβατικών πληροφοριών των οργανισμών που τελούν υπό τη διαχείρισή τους την εξουσία αναστολής των εξαγορών, ιδίως υπό συνθήκες έντασης στην αγορά·
- γ) των ΔΟΕΕ των ΟΕΕ ανοικτού τύπου και των εταιρειών διαχείρισης ΟΣΕΚΑ να διασφαλίζουν τις επιχειρησιακές δυνατότητες και τον προγραμματισμό έκτακτης ανάγκης που απαιτούνται για την έγκαιρη ενεργοποίηση των a-LMT τα οποία μπορούν να χρησιμοποιούν·
- δ) των ΔΟΕΕ των ΟΕΕ ανοικτού τύπου και των εταιρειών διαχείρισης ΟΣΕΚΑ να υποβάλλουν στις εθνικές αρμόδιες αρχές (ΕΑΑ) εκθέσεις σχετικά με την εφαρμογή και τη χρήση των a-LMT υπό συνθήκες έντασης στην αγορά·
- ε) της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ), κατόπιν διαβούλευσης με το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) επί μακροπροληπτικών θεμάτων, να διαμορφώνει καθοδήγηση όσον αφορά:
 - i. τους ορισμούς και τα χαρακτηριστικά των a-LMT·
 - ii. τα κριτήρια αξιολόγησης της καταλληλότητας βάσει του ως άνω στοιχείου α)·
 - iii. τις απαιτήσεις διαφάνειας για τα a-LMT του ως άνω στοιχείου α)·
 - iv. τις υψηλού επιπέδου αρχές που θα πρέπει να διέπουν τους όρους εφαρμογής των a-LMT στη διαδικασία διαχείρισης ρευστότητας του επενδυτικού οργανισμού·
 - v. τον τρόπο αξιολόγησης και αντιμετώπισης πιθανών απρόβλεπτων συνεπειών κατά τη χρήση a-LMT·
 - vi. την απαίτηση υποβολής εκθέσεων στις ΕΑΑ σύμφωνα με το ως άνω στοιχείο δ)· και
 - vii. το επίπεδο διαφάνειας έναντι των επενδυτών τόσο κατά την ενεργοποίηση των a-LMTs όσο και κατά τη διάρκεια της χρήσης τους.

Η καθοδήγηση θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τον αναγκαίο προγραμματισμό έκτακτης ανάγκης που θα πρέπει να προβλέπεται εκ των προτέρων, όπως επιτάσσει το ως άνω στοιχείο γ), ώστε να είναι δυνατή η έγκαιρη και αποτελεσματική ενεργοποίηση των a-LMT.

A(2) — Περαιτέρω διατάξεις σχετικά με την αναστολή από τις ΕΑΑ εξαγορών με διασυννοριακές συνέπειες για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα

Οι τροποποιήσεις που προτείνει η Επιτροπή στη σχετική νομοθεσία της Ένωσης θα πρέπει να περιλαμβάνουν:

- α) αποσαφήνιση των ρόλων των εμπλεκόμενων ΕΑΑ και της μεταξύ τους συνεργασίας όσον αφορά την αναστολή των εξαγορών για σκοπούς διασυννοριακής χρηματοπιστωτικής σταθερότητας σε περιπτώσεις που ο ΟΕΕ ή ο ΟΣΕΚΑ είναι εγκατεστημένος σε διαφορετικό κράτος μέλος από τον οικείο ΔΟΕΕ ή την οικεία εταιρεία διαχείρισης ΟΣΕΚΑ, δηλαδή όταν υπάρχουν διασυννοριακές συνέπειες·

- β) υποχρέωση των ΕΑΑ, προτού ασκήσουν τις εξουσίες διαχείρισης της αναστολής των εξαγορών για σκοπούς διασυννοριακής χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, να ενημερώνουν τις λοιπές οικείες ΕΑΑ, την ΕΑΚΑΑ και το ΕΣΣΚ.

Α(3) — Περαιτέρω διατάξεις σχετικά με τον ρόλο της ΕΑΚΑΑ όσον αφορά την αναστολή από τις ΕΑΑ των εξαγορών με διασυννοριακές συνέπειες για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα

Οι τροποποιήσεις που προτείνει η Επιτροπή στη σχετική νομοθεσία της Ένωσης θα πρέπει να περιλαμβάνουν υποχρέωση της ΕΑΚΑΑ να διασφαλίζει ότι επιτελεί γενικό διευκολυντικό, συμβουλευτικό και συντονιστικό ρόλο σε σχέση με τις εξουσίες των ΕΑΑ να αναστέλλουν τις εξαγορές που έχουν διασυννοριακές συνέπειες για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Σύσταση Β

Για τη **σύσταση Β** ορίζονται ειδικότερα τα ακόλουθα κριτήρια συμμόρφωσης.

Οι τροποποιήσεις που προτείνει η Επιτροπή στη σχετική νομοθεσία της Ένωσης θα πρέπει να περιλαμβάνουν:

- α) εξουσιοδότηση της ΕΑΚΑΑ να καταρτίζει και να ενημερώνει κατάλογο των εκ φύσεως δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων με βάση δική της ανάλυση και κατόπιν διαβούλευσης με το ΕΣΣΚ για μακροπροληπτικά θέματα και με την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών και την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων για θέματα διατομεακής συνοχής. Κατά την κατάρτιση του καταλόγου η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει κατ' ελάχιστον να λαμβάνει υπόψη την ακίνητη περιουσία, τους μη εισηγμένους τίτλους, τα δάνεια και λοιπά εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία που λόγω της φύσης τους φαίνονται δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα. Η ανάλυση θα πρέπει μεταξύ άλλων να λαμβάνει υπόψη τον χρόνο που θα απαιτούσε η ρευστοποίησή τους υπό συνθήκες έντασης στην αγορά·
- β) θέσπιση υποχρέωσης των ΔΟΕΕ των ΟΕΕ ανοικτού τύπου, οι οποίοι κατά μείζονα λόγο επενδύουν σε περιουσιακά στοιχεία του καταλόγου του ως άνω στοιχείου α), να καταδεικνύουν στις ΕΑΑ την ικανότητά τους να διατηρούν την επενδυτική στρατηγική τους υπό προβλεπόμενες συνθήκες στην αγορά. Η σχετική αξιολόγηση θα πρέπει μεταξύ άλλων να περιλαμβάνει την πρόβλεψη ειδικά προσαρμοσμένων πολιτικών εξόφλησης, την εφαρμογή α-LMT ή/και τη χρήση εσωτερικών ορίων ως προς τα περιουσιακά στοιχεία του καταλόγου του ως άνω στοιχείου α). Εφόσον χρησιμοποιούνται εσωτερικά όρια, αυτά θα πρέπει να γνωστοποιούνται στις ΕΑΑ κατά την αρχική εισαγωγή τους από τους οικείους οργανισμούς και να κοινοποιείται οποιαδήποτε μεταγενέστερη μεταβολή τους. Η γνωστοποίησή τους στους επενδυτές θα πρέπει να γίνεται σύμφωνα με πλαίσιο καθοδήγησης που πρόκειται να αναπτύξει η ΕΑΚΑΑ·
- γ) τη διακριτική ευχέρεια θέσπισης δεσμευτικών μεταβατικών διατάξεων για τους ΔΟΕΕ των ΟΕΕ ανοικτού τύπου, οι οποίες θα ορίζουν το προβλεπόμενο χρονικό πλαίσιο συμμόρφωσης με τη νομοθεσία στις περιπτώσεις διεύρυνσης του καταλόγου περιουσιακών στοιχείων του στοιχείου α) και παραβίασης των εσωτερικών ορίων, όπου κρίνεται σκόπιμο προς αποσόβηση απρόβλεπτων, ζημιολογικών αποτελεσμάτων.

Σύσταση Γ

Για τη **σύσταση Γ** ορίζονται ειδικότερα τα ακόλουθα κριτήρια συμμόρφωσης.

Η καθοδήγηση της ΕΑΚΑΑ σχετικά με τη διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων στην αγορά ρευστότητας θα πρέπει να καλύπτει, ενδεικτικά:

- α) τον σχεδιασμό σεναρίων για σκοπούς ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων στην αγορά ρευστότητας·
- β) την πολιτική ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων στην αγορά ρευστότητας και την εσωτερική χρήση των αποτελεσμάτων των εν λόγω ασκήσεων·
- γ) παραμέτρους του ενεργητικού και παθητικού των ισολογισμών των επενδυτικών οργανισμών· και
- δ) το χρονοδιάγραμμα και τη συχνότητα διενέργειας των ως άνω ασκήσεων από τους επιμέρους επενδυτικούς οργανισμούς.

Η καθοδήγηση θα πρέπει να βασίζεται στις απαιτήσεις των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων που προβλέπονται στην οδηγία 2011/61/ΕΕ και στον τρόπο διενέργειας τω εν λόγω ασκήσεων από τους συμμετέχοντες στην αγορά.

Σύσταση Δ

Για τη **σύσταση Δ** ορίζονται ειδικότερα τα ακόλουθα κριτήρια συμμόρφωσης.

Δ(1) — Υποχρεώσεις υποβολής στοιχείων για ΟΣΕΚΑ και εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ

Οι τροποποιήσεις που προτείνει η Επιτροπή στη σχετική νομοθεσία της Ένωσης θα πρέπει να περιλαμβάνουν υποχρεώσεις παροχής στοιχείων που να καλύπτουν τόσο τα στοιχεία για διαχειριστές όσο και τα στοιχεία για μεμονωμένους επενδυτικούς οργανισμούς, αποτυπώνοντας παράλληλα τις ιδιαιτερότητες των ΟΣΕΚΑ. Τα παρεχόμενα στοιχεία θα πρέπει να καθιστούν δυνατή την επαρκή παρακολούθηση πιθανών αδυναμιών που θα μπορούσαν να συντελέσουν στην εκδήλωση συστημικού κινδύνου και να καλύπτουν κατ' ελάχιστον:

- α) την αξία των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων για όλους τους ΟΣΕΚΑ που τελούν υπό τη διαχείριση εταιρείας διαχείρισης·
- β) τα μέσα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης και τα επιμέρους ανοίγματα·

- γ) την επενδυτική στρατηγική·
- δ) τη συνολική έκθεση/μόχλευση·
- ε) τη διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων·
- στ) τις αποτελεσματικές τεχνικές διαχείρισης χαρτοφυλακίου·
- ζ) τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου/ασφαλειών·
- η) τον κίνδυνο ρευστότητας·
- θ) τον πιστωτικό κίνδυνο· και
- ι) τον όγκο συναλλαγών.

Όπου κρίνεται σκόπιμο η Επιτροπή θα πρέπει να προτείνει εναρμόνιση των εν γένει απαιτήσεων παροχής στοιχείων για τους επενδυτικούς οργανισμούς τους διαχειριστές τους, ιδίως μεταξύ της συνιστώμενης παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ και των μέτρων που ήδη εφαρμόζονται για σκοπούς παροχής στοιχείων βάσει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ. Η Επιτροπή θα πρέπει προς τούτο να λαμβάνει υπόψη και τις απαιτήσεις παροχής στοιχείων βάσει του κανονισμού (ΕΕ) 2017/1131 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου⁽¹⁾. Η ως άνω εναρμόνιση αναμένεται ότι θα καταστήσει δυνατή τη χρήση των υφιστάμενων πλατφορμών παροχής στοιχείων, την επίτευξη συνεργειών και την αποφυγή κάθε άσκοπης επιβάρυνσης των διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων.

Οι τροποποιήσεις που προτείνει η Επιτροπή στη σχετική νομοθεσία της Ένωσης θα πρέπει επίσης να περιλαμβάνουν διάταξη που να ορίζει ότι εάν η ΕΑΑ του διαχειριστή ενός ΟΣΕΚΑ είναι άλλη από την ΕΑΑ του ίδιου του ΟΣΕΚΑ, ο διαχειριστής του ΟΣΕΚΑ θα υποχρεούται, εφόσον του ζητηθεί, να παρέχει τις υποβληθείσες πληροφορίες και στην ΕΑΑ του ΟΣΕΚΑ.

Δ(2) — Συχνότητα και εμβέλεια ως προς τις υποχρεώσεις παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ και τις εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ

Οι τροποποιήσεις που προτείνει η Επιτροπή στη σχετική νομοθεσία της Ένωσης θα πρέπει να περιλαμβάνουν τις ακόλουθες απαιτήσεις:

- α) τα στοιχεία που αναφέρονται στο ως άνω σημείο 1) θα πρέπει να παρέχονται κατ' ελάχιστον σε τριμηνιαία βάση, προκειμένου να καθίσταται δυνατή η αποτελεσματική παρακολούθηση των κινδύνων χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και παράλληλα να αντιμετωπίζονται ζητήματα αναλογικότητας ως προς τις υπόχρεες οντότητες·
- β) κατά τον καθορισμό της εμβέλειας της υποχρέωσης παροχής στοιχείων θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που τελούν υπό τη διαχείριση της εταιρείας διαχείρισης και τα περιουσιακά στοιχεία που τελούν υπό τη διαχείριση μεμονωμένων ΟΣΕΚΑ, έτσι ώστε η παροχή στοιχείων να διασφαλίζει την κάλυψη επαρκούς τμήματος του κλάδου για σκοπούς αντιμετώπισης κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Δ(3) — Εναρμονισμένη παροχή στοιχείων και ανταλλαγή πληροφοριών

Οι τροποποιήσεις που προτείνει η Επιτροπή στη σχετική νομοθεσία της Ένωσης θα πρέπει να περιλαμβάνουν υποχρέωση διαβίβασης των πληροφοριών του ως άνω σημείου 1) στις ΕΑΑ λοιπών εμπλεκόμενων κρατών μελών, στην ΕΑΚΑΑ και στο ΕΣΣΚ, προκειμένου να διασφαλίζεται η εναρμόνιση των παρεχόμενων στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ με τις πρακτικές ανταλλαγής στοιχείων βάσει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ. Η Επιτροπή θα πρέπει προς τούτο να λαμβάνει υπόψη και τις υποχρεώσεις παροχής στοιχείων βάσει του κανονισμού (ΕΕ) 2017/1131.

Σύσταση Ε

Για τη **σύσταση Ε** ορίζονται ειδικότερα τα ακόλουθα κριτήρια συμμόρφωσης.

Ε(1) — Αξιολόγηση του συστημικού κινδύνου που συνδέεται με τη μόχλευση

Η καθοδήγηση της ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να περιλαμβάνει:

- α) κοινή ελάχιστη δέσμη δεικτών τους οποίους θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη οι ΕΑΑ κατά την αξιολόγησή τους·
- β) οδηγίες για τον υπολογισμό των δεικτών του ως άνω στοιχείου α) με βάση την παροχή στοιχείων σύμφωνα με το άρθρο 24 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ· και
- γ) ποιοτικές και, όπου είναι εφικτό, ποσοτικές περιγραφές της ερμηνείας των δεικτών εντός των ορίων του πλαισίου αξιολόγησης.

⁽¹⁾ Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1131 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2017, για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (ΕΕ L 169 της 30.6.2017, σ. 8).

Η κοινή ελάχιστη δέσμη δεικτών του ως άνω στοιχείου α) θα πρέπει:

- (1) να διευκολύνει την αξιολόγηση του επιπέδου, της πηγής και των διαφορετικών χρήσεων της μόχλευσης·
- (2) να διευκολύνει την αξιολόγηση των κύριων διαύλων μέσω των οποίων μπορεί να εκδηλώνεται ο συστημικός κίνδυνος, δηλαδή των βεβαιωμένων πωλήσεων (fire sales), της άμεσης μετάδοσης αρνητικών επιδράσεων στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και τη διακοπή της πιστωτικής διαμεσολάβησης· και
- (3) να είναι λειτουργική και επαρκής για σκοπούς ενημέρωσης της ΕΑΚΑΑ από τις ΕΑΑ ως προς το αν πληρούνται οι όροι επιβολής ορίων μόχλευσης ή λοιπών περιορισμών στη διαχείριση των ΟΕΕ, υπό το πρίσμα των συμβουλών της ΕΑΚΑΑ κατά το άρθρο 25 παράγραφος 6 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ και των αρχών που προβλέπονται στο άρθρο 112 του κατ' εξουσιοδότηση κανονισμού (ΕΕ) 231/2013 της Επιτροπής⁽¹⁾.

E(2) — Μακροπροληπτικά όρια μόχλευσης

Η καθοδήγηση της ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να περιλαμβάνει:

- α) περιγραφή των διάφορων τύπων ορίων μόχλευσης, συμπεριλαμβανομένης της αξιολόγησης της αποδοτικότητας και αποτελεσματικότητάς τους στη συγκράτηση της υπερβολικής μόχλευσης·
- β) μία δέσμη αρχών τις οποίες θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη οι ΕΑΑ κατά τη βαθμονόμηση των ορίων μόχλευσης. Οι αρχές αυτές θα πρέπει κατ' ελάχιστον να περιλαμβάνουν σωρευτικά τα ακόλουθα: i) δήλωση η οποία να προβλέπει ότι τα όρια μόχλευσης βασίζονται στα μέτρα μόχλευσης που καθορίζονται στην οδηγία 2011/61/ΕΕ, ii) τα κριτήρια εφαρμογής των ορίων μόχλευσης και iii) τις αρχές σχετικά με την περιοδική αναθεώρηση των ορίων μόχλευσης·
- γ) μία δέσμη αρχών τις οποίες θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη οι ΕΑΑ όταν εξετάζουν τη δυνατότητα επιβολής ορίων μόχλευσης και οι οποίες θα πρέπει κατ' ελάχιστον να καλύπτουν σωρευτικά τα ακόλουθα: i) αρχές για μια ισορροπημένη προσέγγιση του καθορισμού ορίων βάσει κανόνων έναντι του καθορισμού τους βάσει διακριτικής ευχέρειας· ii) αρχές σχετικά με την αλληλεπίδραση με λοιπά μέτρα πολιτικής· iii) αρχές συντονισμού μεταξύ των αρχών της Ένωσης.

E(3) — Διαδικασία κοινοποίησης

Η καθοδήγηση της ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να επιτρέπει στις ΕΑΑ να ενημερώνουν την ΕΑΚΑΑ, το ΕΣΣΚ και λοιπές οικείες ΕΑΑ. Ειδικότερα, αυτή θα πρέπει ενδεικτικά να περιλαμβάνει τη θέσπιση αποτελεσματικής μεθοδολογίας και υποδειγμάτων για σκοπούς σύνταξης κοινοποιητικών επιστολών και εκπλήρωσης των υποχρεώσεων παροχής στοιχείων αναφορικά με την αξιολόγηση, εκ μέρους των ΕΑΑ, της ανάγκης εφαρμογής μακροπροληπτικών μέτρων σύμφωνα με το άρθρο 25 παράγραφος 3 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ.

E(4) — Συγκριτική αξιολόγηση

Η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να ανταλλάσσει με τις εθνικές μακροπροληπτικές αρχές και το ΕΣΣΚ σε ετήσια βάση:

- α) τα όποια αποτελέσματα της άσκησης συγκριτικής αξιολόγησης που η ίδια διενεργεί·
- β) τις όποιες πρακτικές εφαρμόζει ως προς τη χρήση ορίων μόχλευσης και την επιβολή λοιπών περιορισμών στη διαχείριση των ΟΕΕ βάσει πληροφοριών που λαμβάνει από τις ΕΑΑ σύμφωνα με το άρθρο 25 παράγραφος 3 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ.

⁽¹⁾ Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 231/2013 της Επιτροπής, της 19ης Δεκεμβρίου 2012, προς συμπλήρωση της οδηγίας 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις εξαιρέσεις, τους γενικούς όρους λειτουργίας, τους θεματοφύλακες, τη μόχλευση, τη διαφάνεια και την εποπτεία (ΕΕ L 83 της 22.3.2013, σ. 1).

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ II

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΚΕΠΤΙΚΟ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	Σελίδα
Κατάλογος συντομογραφιών	12
I. Εισαγωγή	13
II. Σύσταση του ΕΣΣΚ σχετικά με τους κινδύνους ρευστότητας και μόχλευσης των επενδυτικών οργανισμών	17
II.1 Σύσταση Α – Εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας για σκοπούς εξαγοράς	17
II.1.1 Οικονομικό σκεπτικό και επιδιωκόμενες επιδράσεις	17
Σύσταση Α(1) – Διαθεσιμότητα πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας	17
Συστάσεις Α(2) και Α(3) - Περαιτέρω διατάξεις σχετικά με τον ρόλο των ΕΑΑ και της ΕΑΚΑΑ όσον αφορά την αναστολή από τις ΕΑΑ των εξαγορών που έχουν διασυννοριακές επιδράσεις στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα	21
II.1.2 Μη επιδιωκόμενες επιδράσεις	22
II.2 Σύσταση Β - Πρόσθετες διατάξεις για τη μείωση της πιθανότητας υπερβολικών αναντιστοιχιών ρευστότητας	22
II.2.1 Οικονομικό σκεπτικό και επιδιωκόμενες επιδράσεις	22
II.2.2 Μη επιδιωκόμενες επιδράσεις	30
II.3 Σύσταση Γ - Διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων	31
II.3.1 Οικονομικό σκεπτικό και επιδιωκόμενες επιδράσεις	31
II.3.2 Μη επιδιωκόμενες επιδράσεις	34
II.4 Σύσταση Δ – Παροχή στοιχείων από ΟΣΕΚΑ	35
II.4.1 Οικονομικό σκεπτικό και επιδιωκόμενες επιδράσεις	35
Σύσταση Δ(1) - Υποχρεώσεις παροχής στοιχείων από ΟΣΕΚΑ και εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ	35
Σύσταση Δ(2) - Υποχρεώσεις ως προς τη συχνότητα και την κάλυψη των στοιχείων που υποβάλλουν οι ΟΣΕΚΑ και οι εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ	38
Σύσταση Δ(3) – Παροχή στοιχείων και ανταλλαγή πληροφοριών	39
II.4.2 Μη επιδιωκόμενες επιδράσεις	39
II.5 Σύσταση Ε – Καθοδήγηση σχετικά με το άρθρο 25 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ	40
II.5.1 Οικονομικό σκεπτικό και επιδιωκόμενες επιδράσεις	40
Σύσταση Ε(1) – Αξιολόγηση του συστημικού κινδύνου που συνδέεται με τη μόχλευση	40
Σύσταση Ε(2) - Μακροπροληπτικά όρια μόχλευσης	45
Σύσταση Ε(3) - Διαδικασία κοινοποίησης	48
Σύσταση Ε(4) - Συγκριτική αξιολόγηση	48
II.5.2 Μη επιδιωκόμενες επιδράσεις	48
Παραπομπές	49
Παράρτημα	52

Κατάλογος συντομογραφιών

CESR	Επιτροπή Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών
IOSCO	Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς
SEC	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ
ΑΚΧΑ	αμοιβαίο κεφαλαίο της χρηματαγοράς
ΕΑΑ	εθνική αρμόδια αρχή
ΕΑΚΑΑ	Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών
ΕΑΤ	Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών
ΕΚΤ	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ΕΟΧ	Ευρωπαϊκός Οικονομικός Χώρος
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΣΚΤ	Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών
ΕΣΣΚ	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου
ΟΕΕ	οργανισμός εναλλακτικών επενδύσεων
ΟΣΕΚΑ	οργανισμός συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες
ΣΧΣ	Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας

Το παρόν παράρτημα παρέχει βοηθητικό υλικό το οποίο αποσκοπεί στη στήριξη της υλοποίησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) των συστάσεων του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ). Ειδικότερα, όλες οι συστάσεις εξετάζονται λεπτομερώς παρακάτω, παρουσιάζεται το οικονομικό σκεπτικό στο οποίο βασίζονται και γίνεται αξιολόγηση η οποία περιλαμβάνει πιθανές επιδιωκόμενες και μη επιδιωκόμενες επιδράσεις, καθώς και πιθανές επιδράσεις στην αγορά. Στο πλαίσιο της ανάλυσης γίνεται εκτενής χρήση ερευνητικών εργασιών και πολιτικών μελετών, εθνικών κανονισμών και αποτελεσμάτων ερευνών της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ), του ΕΣΣΚ και του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Εποπτείας Κινητών Αξιών (International Organization of Securities Commissions - IOSCO) - π.χ. σχετικά με τη διαθεσιμότητα και τη χρήση εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας, με τη χρήση μόχλευσης σύμφωνα με την οδηγία 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου⁽¹⁾ και την οδηγία 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου⁽²⁾, καθώς και με τις πρακτικές των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων όσον αφορά τις ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων.

I. Εισαγωγή

Διαρθρωτικές παράμετροι

Ο τομέας των επενδυτικών οργανισμών της Ένωσης αναπτύχθηκε σημαντικά τα τελευταία έτη. Το σύνολο των καθαρών στοιχείων ενεργητικού των επενδυτικών οργανισμών της ΕΕ υπερδιπλασιάστηκε, από 6,2 τρισεκ. ευρώ το 2008 σε 15,3 τρισεκ. ευρώ το γ' τρίμηνο του 2017.⁽³⁾ Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι την ίδια περίοδο οι οργανισμοί εναλλακτικών επενδύσεων (ΟΕΕ) υπερτριπλασιάστηκαν σε μέγεθος στην Ευρώπη, από 1,6 τρισεκ. ευρώ σε 5,8 τρισεκ. ευρώ.⁽⁴⁾ Καθώς αυξάνεται το μερίδιο του τομέα των επενδυτικών οργανισμών στο σύνολο της χρηματοπιστωτικής αγοράς, αυξάνεται και η ανάγκη διαχείρισης του συστημικού κινδύνου σε αυτόν τον τομέα.

Οι επενδυτικοί οργανισμοί εμφανίζουν ένα ιδιαίτερο σύνθετο φάσμα δυνατικών συμπεριφορών ως αντίδραση σε πιέσεις της αγοράς. Οι επενδυτικοί οργανισμοί είναι μόλις ένας από τους πολλούς κύριους τύπους επενδυτών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, στους οποίους περιλαμβάνονται οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρείες, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, ιδιώτες επενδυτές, φορείς διαχείρισης οικογενειακής περιουσίας, κρατικά επενδυτικά ταμεία και διαφόρων ειδών διαμεσολαβητές. Κάθε τύπος επενδυτή έχει τα δικά του ιδιαίτερα χαρακτηριστικά ως προς τη συμπεριφορά. Ένα χαρακτηριστικό των επενδυτικών οργανισμών είναι ότι συγκεντρώνουν κεφάλαια από ευρύ φάσμα τελικών επενδυτών και τα διοχετεύουν στις αγορές μέσω ενός οργανισμού συλλογικών επενδύσεων. Αυτό το χαρακτηριστικό, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι οι περισσότεροι επενδυτικοί οργανισμοί είναι «ανοικτού τύπου» (δηλαδή οι τελικοί επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να αποσυρθούν από την επένδυση πριν από τη λήξη των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων), σημαίνει ότι σε συνθήκες έντασης στην αγορά οι επενδυτικοί οργανισμοί εμφανίζουν ένα ιδιαίτερο σύνθετο φάσμα δυνατικών συμπεριφορών. Σε περίπτωση έντασης στην αγορά και επακόλουθης συμπεριφοράς εξαγορών από μέρους των επενδυτών, ένας επενδυτικός οργανισμός, ή ένας υποτομέας επενδυτικών οργανισμών, είναι πολύ πιθανό να προχωρήσει σε μαζική πώληση περιουσιακών στοιχείων σε μια φθίνουσα αγορά, με αποτέλεσμα να επιτείνει τη διαταραχή της αγοράς και να λειτουργήσει ενάντια στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Οι επενδυτικοί οργανισμοί τείνουν να διατηρούν την επενδυτική στρατηγική τους όταν υπάρχει διαταραχή στην αγορά. Εξαιρουμένων ορισμένων οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΟΕΕ), οι επενδυτικοί οργανισμοί συνήθως εμφανίζουν χαμηλά επίπεδα μόχλευσης.⁽⁵⁾ Σε αυτήν την περίπτωση, τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία δεν δέχονται πιέσεις για εξαγορές τείνουν να διατηρούν τα περιουσιακά τους στοιχεία. Ενίοτε, μάλιστα, επιδιώκουν κερδοσκοπικά να αγοράσουν περιουσιακά στοιχεία καθώς πέφτουν οι τιμές, με αποτέλεσμα να ασκούν αντικυκλική επίδραση.

Πηγές κινδύνου

Ο κύριος λόγος για τον οποίο οι επενδυτικοί οργανισμοί πιθανόν να ενεργήσουν διαφορετικά και να πωλήσουν σε φθίνουσα αγορά εν μέσω διαταραχής είναι η απροσδόκητα υψηλή ζήτηση για εξαγορές. Αν και αυτό δεν είναι κάτι που επαναλαμβάνονταν στο παρελθόν, έχουν υπάρξει ορισμένες περιπτώσεις υψηλής ζήτησης για εξαγορές εν μέσω διαταραχής της αγοράς. Επιπλέον, το μοτίβο της συμπεριφοράς ενός επενδυτικού οργανισμού στο παρελθόν δεν είναι απαραίτητως ενδεικτικό της συμπεριφοράς του στο μέλλον. Για αυτόν τον λόγο, δεν μπορούμε να είμαστε σίγουροι ότι αυτές οι περιπτώσεις υψηλής ζήτησης για εξαγορές θα συνεχίσουν να αποτελούν σπάνιες ή μεμονωμένες περιπτώσεις. Ένας λόγος για τον οποίο μπορεί να υπάρχει έντονη ζήτηση για εξαγορές εν μέσω έντασης στην αγορά είναι ότι οι επενδυτικοί οργανισμοί δεν λειτουργούν απλώς ως οχήματα για επενδύσεις σε μακροπρόθεσμους τίτλους χωρίς μόχλευση. Ενίοτε τα αμοιβαία κεφάλαια χρησιμοποιούνται από επενδυτές με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα και το ποσοστό αυτών των επενδυτών μπορεί να ποικίλλει σημαντικά, ανάλογα με άλλες επιδράσεις στην αγορά. Αυτό συνιστά δυναμική πηγή σημαντικά υψηλότερου συστημικού κινδύνου εντός του τομέα από ό,τι αν η υψηλή ζήτηση για εξαγορές ήταν σπάνια ή μεμονωμένη περίπτωση. Καθώς ο τομέας αυξάνεται σε μέγεθος, αυτό με τη σειρά του γίνεται πιο σημαντικό χαρακτηριστικό συστημικού κινδύνου συνολικά.

⁽¹⁾ Οδηγία 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 13ης Ιουλίου 2009, για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) (ΕΕ L 302 της 17.11.2009, σ. 32).

⁽²⁾ Οδηγία 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 8ης Ιουνίου 2011, σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων και για την τροποποίηση των οδηγιών 2003/41/ΕΚ και 2009/65/ΕΚ και των κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 και (ΕΕ) αριθ. 1095/2010 (ΕΕ L 174 της 1.7.2011, σ. 1).

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

⁽⁴⁾ Θα πρέπει να σημειωθεί ότι από το 2014 οι ΟΕΕ ταξινομούνται σύμφωνα με τον κανονιστικό ορισμό της οδηγίας 2016/61/ΕΕ. Έκτοτε, τα καθαρά στοιχεία ενεργητικού κατέγραψαν αύξηση άνω του 25 %.

⁽⁵⁾ Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου, "EU Shadow Banking Monitor", αριθ. 2, Μάιος 2017.

Η δεύτερη κύρια πηγή συστημικού κινδύνου είναι ότι υπάρχουν κίνητρα για επενδύσεις σε δυσχερώς ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία προκειμένου να επιτευχθούν καλύτερες αποδόσεις ή να αυξηθεί η μόχλευση για την επίτευξη αποδόσεων που θα είναι ελκυστικές για τους επενδυτές. Όσο αυξάνεται η μόχλευση ενός επενδυτικού οργανισμού τόσο μειώνεται η πιθανότητα να επιδείξει ανθεκτικότητα σε περιόδους έντασης στην αγορά. Επιπλέον, όσο περισσότερο ένας επενδυτικός οργανισμός επενδύει σε δυσχερώς ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία προκειμένου να επιτύχει καλύτερες αποδόσεις, σε τόσο μειονεκτικότερη θέση θα είναι για να αντιμετωπίσει με συντεταγμένο τρόπο εξάρσεις της ζήτησης για εξαγορές. Αυτή η συμπεριφορά ενδέχεται να γίνει πιο έντονη εάν η επιλογή για επενδύσεις σε δυσχερώς ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία χάριν καλύτερων αποδόσεων δεν είναι σαφής για τους δυνητικούς επενδυτές, είτε επειδή τα επενδυθέντα περιουσιακά στοιχεία φαίνεται ότι είναι ρευστοποιήσιμα παρότι η ρευστότητα δεν χαρακτηρίζεται από ανθεκτικότητα είτε επειδή η μόχλευση είναι ενσωματωμένη σε παράγωγα μέσα και η κλίμακά της δεν είναι διαφανής.

Η τρίτη πηγή συστημικού κινδύνου είναι ο τρόπος με τον οποίο λειτουργεί ο μηχανισμός εξοφλήσεων/εξαγορών. Οι επενδυτικοί οργανισμοί ανοικτού τύπου μπορεί να δίνουν το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης, όπου οι επενδυτές που εξαγοράζουν τα μερίδιά τους δεν επιβαρύνονται με το πλήρες κόστος της πρόωρης εξαγοράς και αυτό στη συνέχεια μετακυλιέται στους εναπομένοντες μεριδιούχους. Για τους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων τίθεται και ένα ζήτημα σχετικά με τη φήμη το οποίο μπορεί να τους κάνει να διστάζουν να αναστείλουν τις εξαγορές, ακόμη και όταν κάτι τέτοιο θα ήταν προς το συμφέρον των επενδυτών, ενώ επιδίδονται σε μια κατάσταση ισορροπίας μεταξύ της παροχής ρευστότητας σε επενδυτές που έχουν υποβάλει αιτήματα εξαγοράς εφόσον υπάρχει διαθέσιμη ρευστότητα και του προσδιορισμού κατά πόσον συντρέχουν επαρκώς εξαιρετικές περιστάσεις ώστε να απαιτείται η αναστολή των εξαγορών.

Η τέταρτη πηγή συστημικού κινδύνου είναι ότι η λειτουργία του μηχανισμού εξοφλήσεων/εξαγορών εξαρτάται από τη ρευστότητα της αγοράς. Σε πολλά από τα μέσα στα οποία επενδύουν οι επενδυτικοί οργανισμοί η ρευστότητα παραδοσιακά εξαρτάται από παράγοντες που διαμορφώνουν την αγορά και ποικίλλει με την πάροδο του χρόνου και μεταξύ των μέσων. Οι πρόσφατες εξελίξεις - συμπεριλαμβανομένων των μειώσεων της μεταβλητότητας, της αύξησης της εξάρτησης από τις ηλεκτρονικές συναλλαγές, του κατακερματισμού των πηγών ρευστότητας, της μειωμένης διακράτησης περιουσιακών στοιχείων από παραδοσιακούς παράγοντες που διαμορφώνουν την αγορά όπως τράπεζες και χρηματιστές-διαπραγματευτές, καθώς και κυκλικών παραγόντων όπως η νομισματική πολιτική - υποδηλώνουν ότι η διάρθρωση της παροχής ρευστότητας μπορεί να αλλάξει με την πάροδο του χρόνου (παρότι από την εν εξελίξει έρευνα δεν έχουν ακόμη προκύψει αδιάσειστα στοιχεία ότι η ρευστότητα είναι επί του παρόντος μειωμένη). Αυτές οι μεταβολές μπορούν να επηρεάσουν τον βαθμό στον οποίο η παροχή ρευστότητας είναι ισχυρή σε συνθήκες έντασης στην αγορά. Η σημασία αυτών των μεταβολών για τη διάρθρωση της ρευστότητας είναι δύσκολο να προβλεφθεί και, ως εκ τούτου, οι επενδυτικοί οργανισμοί μπορεί να καταλήξουν να βασίζονται σε επίπεδα ρευστότητας που είναι λιγότερο ανθεκτικά από ό,τι αναμενόταν.

Υπάρχουν σημαντικές αλληλεπιδράσεις μεταξύ των χαρακτηριστικών των επενδυτικών οργανισμών που αφορούν τη μόχλευση, τη ρευστότητα και τις εξαγορές. Οι μοχλευμένοι επενδυτικοί οργανισμοί που αντιμετωπίζουν υψηλότερη κάλυψη περιθωρίων (margin calls), απόσυρση χρηματοδότησης ή αυξημένες περικοπές μπορούν να προβούν σε ταχείες προσαρμογές εφόσον διακρατούν περιουσιακά στοιχεία τα οποία μπορούν να ρευστοποιηθούν γρήγορα. Εάν, ωστόσο, ένας επενδυτικός οργανισμός υψηλής μόχλευσης διακρατεί μικρότερα ποσά ρευστοποιήσιμων στοιχείων ενεργητικού και υπόκειται σε δυνητικές βραχυπρόθεσμες εξαγορές ή μεταβολές των όρων δανεισμού, ενδέχεται να χρειαστεί να πωλήσει γρήγορα περιουσιακά στοιχεία σε αγορές με χαμηλότερη ρευστότητα (σε χαμηλότερη τιμή) προκειμένου να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του. Παρότι, σε περίπτωση καλύψεων περιθωρίων, οι επενδυτικοί οργανισμοί ενδέχεται να είναι σε θέση να αναστείλουν τις εξαγορές προς όφελος των επενδυτών, θα πρέπει να αντλήσουν γρήγορα μετρητά μέσω χρηματοδότησης εκτάκτου ανάγκης ή/και πωλήσεων περιουσιακών στοιχείων για την αποφυγή ρευστοποίησης, κάτι που μπορεί να προκαλέσει σημαντικό κίνδυνο αντισυμβαλλομένου και να επηρεάσει έντονα τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων.

Οι κεντρικές τράπεζες, οι αγορές και οι ρυθμιστικές αρχές κινητών αξιών έχουν εκφράσει ανησυχίες σχετικά με το ενδεχόμενο οι επενδυτικοί οργανισμοί να εντείνουν τους συστημικούς κινδύνους. ⁽¹⁾ Σε παγκόσμιο επίπεδο, το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΣΧΣ) έχει διαπιστώσει ότι οι αναντιστοιχίες ως προς τη ρευστότητα και η χρήση μόχλευσης των επενδυτικών οργανισμών μπορούν να προκαλέσουν σημαντικές διαρθρωτικές ευπάθειες στον τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα. Στη συνέχεια, το ΣΧΣ τόνισε τη σημασία που έχει να εξεταστούν και να αντιμετωπιστούν δυνητικές διαρθρωτικές ευπάθειες που συνδέονται με τις αναντιστοιχίες ως προς τη ρευστότητα και με τη χρήση μόχλευσης από τους επενδυτικούς οργανισμούς και που θα μπορούσαν να προκαλέσουν κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Το ΣΧΣ συστήνει, για παράδειγμα, οι αρχές να παρακολουθούν τη χρήση μόχλευσης από τα αμοιβαία κεφάλαια και να προβαίνουν στις κατάλληλες ενέργειες όποτε απαιτείται. ⁽²⁾

⁽¹⁾ Βλέπε Τράπεζα της Αγγλίας, Financial Stability Report, Δεκέμβριος 2015. ΕΑΚΑΑ, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities Αριθ. 2, 2015. ΕΚΤ, Financial Stability Review, Μάιος 2016. Συμβούλιο Επιβλεψής Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Update on Review of Asset Management Products and Activities, Απρίλιος 2016. ομιλία του Vítor Constâncio με τίτλο "Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union", Απρίλιος 2016. ομιλία του Steven Maijoor με τίτλο "Measuring and assessing stability risks in financial markets", Μάιος 2015. ομιλία της Mary Jo White με τίτλο "Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry", Δεκέμβριος 2014.

⁽²⁾ Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, "Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities", Ιανουάριος 2017.

Το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο για τη ρευστότητα και τη μόχλευση των επενδυτικών οργανισμών

Στην Ευρώπη, το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τη διαχείριση της ρευστότητας και της μόχλευσης των επενδυτικών οργανισμών αποτελείται από τις οδηγίες 2009/65/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ. Σε αυτό βασίζεται ο τρόπος με τον οποίο οι επενδυτικοί οργανισμοί στην Ευρώπη θα πρέπει να διαχειρίζονται τις θέσεις ρευστότητας και μόχλευσής τους. Ταυτόχρονα, λειτουργεί ως εφελκυστικό για την αξιολόγηση των συστημικών κινδύνων που απορρέουν από τις αναντιστοιχίες ως προς τη ρευστότητα και τη χρήση μόχλευσης των επενδυτικών οργανισμών.

Οι ΟΣΕΚΑ υπόκεινται σε αυστηρές ρυθμίσεις. Οι ΟΣΕΚΑ είναι επενδυτικοί οργανισμοί που επενδύουν σε επιλέξιμα περιουσιακά στοιχεία, όπως μετρητά και καταθέσεις που προσομοιάζουν των μετρητών, ομόλογα, μετοχές, μέσα της χρηματαγοράς και άλλους επενδυτικούς οργανισμούς (βλέπε Πλαίσιο 1α). Θεωρητικά, οι ΟΣΕΚΑ είναι λιγότερο επιρρεπείς σε αναντιστοιχίες ως προς τη ρευστότητα καθώς τόσο τα στοιχεία ενεργητικού όσο και τα στοιχεία παθητικού τους υποτίθεται ότι αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης εντός σύντομου χρονικού διαστήματος. Μπορούν να επενδύουν μόνο σε μεταβιβάσιμους τίτλους ή σε άλλα ρευστοποιήσιμα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία οι κανόνες καταλληλότητας των οποίων περιγράφονται λεπτομερώς σε συγκεκριμένη οδηγία ⁽¹⁾. Οι ΟΣΕΚΑ υποχρεούνται (με την επιφύλαξη της πιθανότητας να ανασταλεί η λειτουργία του επενδυτικού οργανισμού) να εξοφλούν το μερίδιο ενός επενδυτή μόλις λαμβάνουν το σχετικό αίτημα από τον κάτοχο του μεριδίου. Αυτό σημαίνει ότι οι ΟΣΕΚΑ πρέπει να επιτρέπουν τις εξαγορές τουλάχιστον δύο φορές κάθε μήνα, αν και πολλοί ΟΣΕΚΑ επιτρέπουν εξαγορές σε ημερήσια ή εβδομαδιαία βάση. Όσον αφορά τη μόχλευση, οι ΟΣΕΚΑ υπόκεινται σε ρυθμιστικούς περιορισμούς ως προς αυτήν. Οι ΟΣΕΚΑ μπορούν να χρησιμοποιούν χρηματοοικονομική μόχλευση μέσω ανεξασφάλιστης δανειοληψίας μετρητών έναντι έως του 10 % των στοιχείων ενεργητικού τους και υπό την προϋπόθεση ότι η εν λόγω δανειοληψία είναι προσωρινή (βλέπε Πλαίσιο 1β). Ως αποτέλεσμα, η μόχλευση των ΟΣΕΚΑ που κάνουν χρήση τόσο της δανειοληψίας μετρητών όσο και συναλλαγών επί τίτλων ή παραγώγων δεν μπορεί να είναι πάνω από 2,1 φορές η καθαρή αξία των στοιχείων ενεργητικού τους.

Οι ΟΕΕ είναι επενδυτικοί οργανισμοί οι οποίοι επιτρέπεται να επενδύουν σε περιουσιακά στοιχεία παρόμοια με εκείνα των ΟΣΕΚΑ, αλλά που δεν υπόκεινται σε τόσο λεπτομερείς περιορισμούς όσον αφορά τη διαφοροποίηση, τη ρευστότητα ή τη μόχλευση. Οι ΟΕΕ μπορούν επίσης να επενδύουν σε χρηματοοικονομικά μέσα που δεν είναι επιλέξιμα περιουσιακά στοιχεία για τους ΟΣΕΚΑ, όπως μετοχές μη διαπραγματεύσιμες σε χρηματιστήριο, επιχειρηματικά κεφάλαια, ακίνητα, υλικά εμπορεύματα και άλλα εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία. Ωστόσο, οι διαχειριστές πρέπει να διαθέτουν διαδικασίες διαχείρισης της ρευστότητας εφόσον διαχειρίζονται μοχλευμένους ΟΕΕ ανοικτού τύπου ή κλειστού τύπου. Αυτό περιλαμβάνει την ευθυγράμμιση της επενδυτικής στρατηγικής, του προφίλ ρευστότητας και της πολιτικής εξαγορών του επενδυτικού οργανισμού, καθώς και τον καθορισμό κατάλληλων ορίων σε σχέση με τη διαχείριση της ρευστότητας και ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (βλέπε Πλαίσιο 1α). Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι διαχειριστές ΟΕΕ που λειτουργούν κάτω από ορισμένα όρια ⁽²⁾ ενδέχεται να μην υπόκεινται στις ίδιες απαιτήσεις. Σε αυτήν την περίπτωση δεν θα είναι σε θέση να ωφεληθούν από το διαβατήριο που προβλέπεται από την οδηγία 2011/61/ΕΕ για την εμπορία σε άλλες χώρες της Ένωσης. Όσον αφορά τη μόχλευση, οι ΟΕΕ λειτουργούν χωρίς κανονιστικούς περιορισμούς ως προς αυτήν. Τα αμοιβαία κεφάλαια των ΟΕΕ απαιτείται να υποβάλλουν στοιχεία μόνο σχετικά με τη χρήση μόχλευσης (βλέπε Πλαίσιο 1β).

Πλαίσιο 1α: Το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο για τη ρευστότητα των επενδυτικών οργανισμών

Οδηγία 2009/65/ΕΕ — ΟΣΕΚΑ

Συχνότητα συναλλαγής. Οι ΟΣΕΚΑ πρέπει να εξασφαλίζουν ότι τα μερίδια μπορούν να εξαγοράζονται ή να εξοφλούνται κατόπιν αιτήματος των επενδυτών του αμοιβαίου κεφαλαίου. Με άλλα λόγια οι ΟΣΕΚΑ πρέπει να αποδέχονται τα αιτήματα εξαγοράς τουλάχιστον δύο φορές τον μήνα ⁽³⁾, αν και πολλοί ΟΣΕΚΑ επιτρέπουν τις εξαγορές σε ημερήσια ή εβδομαδιαία βάση ⁽⁴⁾.

Διαδικασίες συναλλαγής. Η οδηγία 2009/65/ΕΚ δεν διευκρινίζει τις διαδικασίες συναλλαγής που πρέπει να ακολουθούν οι ΟΣΕΚΑ. Στην πράξη, η προθεσμία συναλλαγής για τη λήψη των αιτήσεων θα ορίζεται πριν από τον χρόνο αποτίμησης, δηλαδή ώρες ή μέρες αργότερα. Επιπλέον, οι ΟΣΕΚΑ θα καταβάλλουν, σε γενικές γραμμές, τα οφειλόμενα ποσά εξαγοράς σύμφωνα με τις διαδικασίες διακανονισμού που αναφέρονται λεπτομερώς στα έγγραφα του αμοιβαίου κεφαλαίου, στα οποία θα μπορεί να ορίζεται διάστημα τριών έως πέντε ημερών μετά τη χρονική στιγμή της αποτίμησης ⁽⁵⁾. Σύμφωνα με αυτές τις διαδικασίες, μεσολαβεί κάποιο χρονικό διάστημα από την καταληκτική ώρα λήψης των αιτήσεων μέχρι την προθεσμία καταβολής των οφειλόμενων ποσών της εξαγοράς. Έτσι, η εταιρεία διαχείρισης διαθέτει χρόνο για να πωλήσει επενδυτικά προϊόντα και να λάβει μετρητά προκειμένου να καταβάλει τα οφειλόμενα ποσά εξαγοράς εφόσον είναι απαραίτητο.

⁽¹⁾ Οδηγία 2007/16/ΕΚ της Επιτροπής, της 19ης Μαρτίου 2007, για την εφαρμογή της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) όσον αφορά τη διευκρίνιση ορισμένων ορισμών (ΕΕ L 79 της 20.3.2007, σ. 11).

⁽²⁾ ΟΕΕ με συνολικό ενεργητικό που δεν υπερβαίνει τα 100 εκατ. ευρώ ή ΟΕΕ με συνολικό ενεργητικό που δεν υπερβαίνει τα 500 εκατ. ευρώ, εφόσον δεν χρησιμοποιείται μόχλευση και δεν υπάρχουν δικαιώματα εξαγοράς για περίοδο πέντε ετών μετά την ημερομηνία της αρχικής επένδυσης σε κάθε ΟΕΕ.

⁽³⁾ Οι ΟΣΕΚΑ, κατόπιν έγκρισης των ΕΑΑ, μπορούν να μειώνουν τη συχνότητα σε μία φορά τον μήνα, «υπό τον όρο η παρέκκλιση αυτή να μη βλάπτει τα συμφέροντα των μεριδιούχων». Η δυνατότητα, όμως, αυτή δεν έχει μεταφερθεί στο εθνικό δίκαιο όλων των κρατών μελών.

⁽⁴⁾ Βλέπε για παράδειγμα, άρθρο 76 της οδηγίας 2009/65/ΕΚ.

⁽⁵⁾ Τα αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος σταθερής καθαρής αξίας των στοιχείων ενεργητικού μπορούν να προσφέρουν αυθημερόν διακανονισμό.

Επιλέξιμα περιουσιακά στοιχεία. Οι ΟΣΕΚΑ υπόκεινται σε λεπτομερείς κανόνες επιλέξιμων περιουσιακών στοιχείων και επομένως υποχρεούνται να επενδύουν κατά κύριο λόγο σε ρευστοποιήσιμα στοιχεία ενεργητικού. Πρόκειται, μεταξύ άλλων, για εισηγμένες ευχερώς ρευστοποιήσιμες κινητές αξίες και μέσα της χρηματαγοράς, παράγωγα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο και τραπεζικές καταθέσεις όψεως διάρκειας έως 12 μηνών, οι οποίες ενδέχεται να περιλαμβάνουν δικαιώματα ανάληψης. ⁽¹⁾ Για την παροχή περαιτέρω στήριξης της ρευστότητας, καθορίζονται κριτήρια που διέπουν τις αγορές βάσει των οποίων τα επιλέξιμα περιουσιακά στοιχεία πρέπει να είναι εισηγμένα ή να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης ⁽²⁾.

Δέουσα επιμέλεια πριν από την πραγματοποίηση επενδύσεων. Προτού μια εταιρεία διαχείρισης ΟΣΕΚΑ πραγματοποιήσει επενδύσεις, πρέπει να αναλύσει, μεταξύ άλλων, τη συμβολή της επένδυσης στη σύνθεση, τη ρευστότητα, καθώς και στο προφίλ κινδύνου και απόδοσης του χαρτοφυλακίου του ΟΣΕΚΑ. ⁽³⁾

Διαχείριση κινδύνων. Στο πλαίσιο των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων, μια εταιρεία διαχείρισης ΟΣΕΚΑ πρέπει να ακολουθεί κατάλληλη διαδικασία διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας προκειμένου να διασφαλίζει ότι κάθε ΟΣΕΚΑ που τελεί υπό τη διαχείρισή του μπορεί να συμμορφώνεται, σε όλες τις προβλέψιμες περιστάσεις συμπεριλαμβανομένων των συνθηκών έντασης, προς την υποχρέωση που έχει να εξοφλεί μερίδια κατόπιν αίτησης ενός μεριδιούχου. Μια εταιρεία διαχείρισης ΟΣΕΚΑ πρέπει, κατά περίπτωση, να διενεργεί ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για να αξιολογεί τον κίνδυνο ρευστότητας που διατρέχει ο ΟΣΕΚΑ, υπό εξαιρετικές συνθήκες. ⁽⁴⁾

Συμψηφισμός των εγγραφών και των εξαγορών. Στην περίπτωση που ένας ΟΣΕΚΑ δεχθεί εντολή εγγραφής και εντολή εξαγοράς για την ίδια ημέρα συναλλαγής, θα αντιστοιχίσει τις συναλλαγές επί του μεριδίου και θα χρησιμοποιήσει τα οφειλόμενα ποσά της εγγραφής που έλαβε για να πληρώσει μέρος ή το σύνολο των αιτήσεων εξαγοράς. Με αυτόν τον τρόπο μειώνεται ή εξαιλείται τυχόν ανάγκη πώλησης υποκείμενων επενδύσεων για να λάβει μετρητά προκειμένου να εξοφλήσει τους επενδυτές.

Οδηγία 2011/61/ΕΕ — Οδηγία σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΟΔΟΕΕ)

Διαδικασίες συναλλαγής. Όπως ισχύει και για τους ΟΣΕΚΑ, η οδηγία 2011/61/ΕΕ δεν διευκρινίζει τις διαδικασίες συναλλαγής που πρέπει να ακολουθούν οι ΟΕΕ. Ένας διαχειριστής ΟΕΕ (ΔΟΕΕ) θα καταρτίσει διαδικασίες συναλλαγής που είναι κατάλληλες για τους ΟΕΕ που τελούν υπό τη διαχείρισή του και οι οποίες του παρέχουν αρκετό χρόνο για να πωλήσει επενδυτικά προϊόντα και να λάβει μετρητά προκειμένου να καταβάλει τα οφειλόμενα ποσά εξαγοράς.

Διαχείριση κινδύνων. Το άρθρο 15 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ περιλαμβάνει παρόμοιες διατάξεις με αυτές που καλύπτουν τη δέουσα επιμέλεια πριν από την πραγματοποίηση επενδύσεων της οδηγίας 2009/65/ΕΚ (όπως εξηγείται παραπάνω). Το εν λόγω άρθρο ορίζει ότι, στο πλαίσιο της διαχείρισης κινδύνων των ΔΟΕΕ, οι κίνδυνοι οι οποίοι συνδέονται με κάθε επενδυτική θέση του ΟΕΕ και η συνολική τους επίδραση στο χαρτοφυλάκιο του ΟΕΕ πρέπει να εντοπίζονται, να μετρώνται, να τίθενται υπό διαχείριση και να παρακολουθούνται κατάλληλα σε συνεχή βάση, μεταξύ άλλων μέσω της χρήσης κατάλληλων διαδικασιών ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων. Η οδηγία 2011/61/ΕΕ ορίζει περαιτέρω ότι ένας ΔΟΕΕ πρέπει να εξασφαλίζει ότι η επενδυτική στρατηγική, το προφίλ ρευστότητας και η πολιτική εξαγορών παρουσιάζουν συνοχή για κάθε ΟΕΕ τον οποίο διαχειρίζεται. ⁽⁵⁾ Ένας ΔΟΕΕ πρέπει να εφαρμόζει κατάλληλο σύστημα διαχείρισης ρευστότητας προκειμένου να παρακολουθεί τον κίνδυνο ρευστότητας του ΟΕΕ και να διασφαλίζει τη συμμόρφωση του προφίλ ρευστότητας των επενδύσεων του ΟΕΕ με τις υποκείμενες υποχρεώσεις του. Επιπλέον, ένας ΔΟΕΕ πρέπει να διενεργεί σε τακτική βάση ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, υπό κανονικές και υπό έκτακτες συνθήκες ρευστότητας, προκειμένου να εκτιμά και να παρακολουθεί τον κίνδυνο ρευστότητας των ΟΕΕ. ⁽⁶⁾ Τις εν λόγω υποχρεώσεις συμπληρώνουν οι λεπτομερείς κανόνες Επιπέδου 2 σχετικά με τη διαχείριση ρευστότητας. ⁽⁷⁾

Συμψηφισμός των εγγραφών και των εξαγορών. Όπως ισχύει και για τους ΟΣΕΚΑ, ένας ΔΟΕΕ μπορεί να συμψηφίσει τις εντολές εγγραφής και εξαγοράς σε έναν ΟΕΕ ανοικτού τύπου.

⁽¹⁾ Περαιτέρω λεπτομερείς κανόνες όσον αφορά τα επιλέξιμα περιουσιακά στοιχεία ισχύουν για τα ΑΚΧΑ, είτε έχουν ιδρυθεί ως ΟΣΕΚΑ είτε ως ΟΕΕ (π.χ. κανόνες χαρτοφυλακίου σχετικά με περιουσιακά στοιχεία διάρκειας μίας ημέρας ή μίας εβδομάδας). Βλέπε κανονισμό (ΕΕ) 2017/1131.

⁽²⁾ Η ρευστότητα, όμως, δεν διασφαλίζεται από το εάν γίνονται δεκτά προς διαπραγμάτευση. Ωστόσο, ένας ΟΣΕΚΑ μπορεί να στηρίζεται σε αυτό το κριτήριο εκτός εάν γνωρίζει, ή θα έπρεπε να γνωρίζει, τις συνθήκες που υποδηλώνουν ότι ένα συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο δεν είναι ευχερώς ρευστοποιήσιμο. Σε αυτήν την περίπτωση ο ΟΣΕΚΑ πρέπει να αξιολογήσει τη ρευστότητα του τίτλου προκειμένου να καθορίσει κατά πόσο διακυβεύεται η ρευστότητα του χαρτοφυλακίου εάν συμπεριληφθεί ο εν λόγω τίτλος σε αυτό.

⁽³⁾ Βλέπε για παράδειγμα το άρθρο 23 παράγραφος 4 της οδηγίας 2010/43/ΕΕ της Επιτροπής, της 1ης Ιουλίου 2010, για την εφαρμογή της οδηγίας 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις οργανωτικές απαιτήσεις, τις συγκρούσεις συμφερόντων, την άσκηση επιχειρηματικής δραστηριότητας, τη διαχείριση κινδύνου και το περιεχόμενο της συμφωνίας μεταξύ ενός θεματοφύλακα και μιας εταιρείας διαχείρισης (ΕΕ L 176 της 10.7.2010, σ. 42.).

⁽⁴⁾ Βλέπε για παράδειγμα, άρθρο 40 παράγραφος 3 της οδηγίας 2010/43/ΕΕ.

⁽⁵⁾ Βλέπε για παράδειγμα, άρθρο 16 παράγραφος 2 της οδηγίας 2011/61/ΕΚ.

⁽⁶⁾ Βλέπε για παράδειγμα, άρθρο 16 παράγραφος 1 της οδηγίας 2011/61/ΕΚ.

⁽⁷⁾ Βλέπε για παράδειγμα, άρθρα 46 έως 49 του κατ' εξουσιοδότηση κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 231/2013 της Επιτροπής, της 19ης Δεκεμβρίου 2012, προς συμπλήρωση της οδηγίας 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις εξαίρεσεις, τους γενικούς όρους λειτουργίας, τους θεματοφύλακες, τη μόχλευση, τη διαφάνεια και την εποπτεία (ΕΕ L 83 της 22.3.2013, σ. 1).

Πλαίσιο 1β: Το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο για τη μόχλευση των επενδυτικών οργανισμών

Οδηγία 2009/65/ΕΕ — ΟΣΕΚΑ

Δανειοληψία. Οι ΟΣΕΚΑ μπορούν να χρησιμοποιούν χρηματοοικονομική μόχλευση δανειζόμενοι έως 10 % των στοιχείων ενεργητικού τους, υπό την προϋπόθεση ότι ο εν λόγω δανεισμός είναι προσωρινός. Τέτοιου είδους δανειοληψία μπορεί να χρησιμοποιείται εάν υπάρχει προσωρινή αναντιστοιχία ως προς τις ταμειακές ροές, π.χ. όταν πρέπει να καταβληθούν οφειλόμενα ποσά εξαγοράς πριν από την είσπραξη ποσών από τους ΟΣΕΚΑ μετά την πώληση επενδύσεων.

Χρήση συνθετικής μόχλευσης. Όσον αφορά τη χρήση συνθετικής μόχλευσης μέσω ανοιγμάτων σε παράγωγα, οι ΟΣΕΚΑ μπορούν να δημιουργούν συνθετικά ανοίγματα - όπως υπολογίζονται σύμφωνα με την προσέγγιση βάσει των υποχρεώσεων (commitment approach) - τα οποία δεν πρέπει να υπερβαίνουν την καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού. Ως αποτέλεσμα, οι ΟΣΕΚΑ μπορεί να κάνουν χρήση δανειοληψίας και παραγώνων για να επιτύχουν μόχλευση έως 2,1 φορές την καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού. Σύμφωνα με την οδηγία 2009/65/ΕΚ, οι ΕΑΑ μπορεί να επιτρέπουν στους ΟΣΕΚΑ να υπολογίζουν τη συνολική έκθεσή τους σε κίνδυνο χρησιμοποιώντας την προσέγγιση της «αξίας σε κίνδυνο» ή «μέγιστης δυνητικής ζημίας» (value-at-risk - VaR) ή άλλες προηγμένες μεθόδους μέτρησης κινδύνου αντί της προσέγγισης βάσει των υποχρεώσεων. Για αυτούς τους οργανισμούς η χρήση μόχλευσης περιορίζεται μόνο έμμεσα με περιορισμούς όσον αφορά τον κίνδυνο αγοράς, όπως εξηγείται στις κατευθυντήριες γραμμές γ' επιπέδου της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (Committee of European Securities Regulators - CESR) ⁽¹⁾. Αυτό σημαίνει ότι οι οργανισμοί που χρησιμοποιούν την προσέγγιση της απόλυτης αξίας σε κίνδυνο ή απόλυτης μέγιστης δυνητικής ζημίας περιορίζονται σε απόλυτη αξία σε κίνδυνο ή απόλυτη μέγιστη δυνητική ζημία η οποία δεν υπερβαίνει το 20 % της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού (σε περίοδο 20 ημερών). Με τη σειρά τους, οι οργανισμοί που εφαρμόζουν την προσέγγιση της σχετικής αξίας σε κίνδυνο ή σχετικής μέγιστης δυνητικής ζημίας περιορίζονται σε όχι περισσότερο από τον διπλάσιο κίνδυνο ζημίας με δεδομένο υπόδειγμα αξίας σε κίνδυνο ή μέγιστης δυνητικής ζημίας παρόμοιου χαρτοφυλακίου το οποίο όμως δεν είναι μοχλευμένο. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι αυτές οι προσεγγίσεις VaR εν δυνάμει επιτρέπουν σημαντικά υψηλότερη μόχλευση από ό,τι θα επιτρεπόταν σύμφωνα με την προσέγγιση βάσει των υποχρεώσεων, ανάλογα με τη μεταβλητότητα των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων. Σύμφωνα με τις απαντήσεις που δόθηκαν σε έρευνες που διενεργήθηκαν σε 11 χώρες εντός της Ένωσης, το υποσύνολο των ΟΣΕΚΑ που εφαρμόζουν προσεγγίσεις VaR για τον υπολογισμό της συνολικής έκθεσής τους σε κίνδυνο θα μπορούσαν να αντιπροσωπεύουν από 27 % έως 50 % του τομέα των ΟΣΕΚΑ στην Ένωση με όρους καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού.

Οδηγία 2011/61/ΕΕ — ΟΔΟΕΕ

Δανειοληψία και χρήση συνθετικής μόχλευσης. Οι ΟΔΕΕ λειτουργούν χωρίς κανονιστικούς περιορισμούς ως προς τη μόχλευση. Σύμφωνα με την οδηγία 2011/61/ΕΕ, οι οργανισμοί πρέπει απλώς να υποβάλλουν εκθέσεις σχετικά με τη χρήση μόχλευσης. Πέραν τούτου, η οδηγία 2011/61/ΕΕ επιτρέπει στις αρμόδιες αρχές να επιβάλλουν όρια ως προς το επίπεδο μόχλευσης που μπορούν να χρησιμοποιούν οι διαχειριστές των ΟΔΕΕ, καθώς και άλλους περιορισμούς ως προς τη διαχείριση του κινδύνου, «προκειμένου να περιοριστεί ο βαθμός στον οποίο η χρήση της μόχλευσης συμβάλλει στη δημιουργία συστημικού κινδύνου στο χρηματοπιστωτικό σύστημα ή κινδύνων μη ομαλής λειτουργίας των αγορών». Μέχρι στιγμής, καμία αρχή δεν έχει χρησιμοποιήσει αυτό το εργαλείο ούτε έχει αναπτύξει κάποιο πλαίσιο σε επίπεδο ΕΕ που να υποστηρίζει την εναρμονισμένη εφαρμογή των απαιτήσεων μακροπροληπτικής εποπτείας ως προς τη μόχλευση.

II. Σύσταση του ΕΣΣΚ σχετικά με τους κινδύνους ρευστότητας και μόχλευσης των επενδυτικών οργανισμών

II.1 Σύσταση Α — Εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας για σκοπούς εξαγοράς

II.1.1 Οικονομικό σκεπτικό και επιδιωκόμενες επιδράσεις

Σύσταση Α(1) — Διαθεσιμότητα πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας

Το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τη διαχείριση ρευστότητας των επενδυτικών οργανισμών στην Ένωση πρέπει να διευρυνθεί. Οι διατάξεις σχετικά με τη διαχείριση ρευστότητας στις οδηγίες 2009/65/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ ήταν σε γενικές γραμμές επαρκείς στο παρελθόν. Ωστόσο, η συνεχιζόμενη επέκταση του τομέα των επενδυτικών οργανισμών, σε συνδυασμό με μια αύξηση της συμμετοχής του στον μετασχηματισμό ρευστότητας, θα μπορούσε να οδηγήσει σε αυξημένους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα οι οποίοι πρέπει να αντιμετωπιστούν.

Τα κατάλληλα εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας θα μπορούσαν να εξομαλύνουν τις αναντιστοιχίες ως προς τη ρευστότητα που παρατηρούνται στους ΟΣΕΚΑ και στους ΟΔΕΕ ανοικτού τύπου και, κατ' επέκταση, να μειώσουν τους κινδύνους χρηματοπιστωτικής σταθερότητας υπό συνθήκες έντασης στην αγορά. Η αναντιστοιχία ως προς τη ρευστότητα έχει ιδιαίτερη σημασία για τα αμοιβαία κεφάλαια ανοικτού τύπου που προσφέρουν συχνές ευκαιρίες εξαγοράς αλλά επενδύουν σε περιουσιακά στοιχεία τα οποία, σε ορισμένες περιπτώσεις, δεν μπορούν να πωληθούν γρήγορα χωρίς ουσιαστική αντίκτυπο στην αγοραία τιμή τους. Πολλά αμοιβαία κεφάλαια ανοικτού τύπου προσφέρουν καθημερινές εξαγορές, αλλά όχι όλα. Σύμφωνα με τις διατάξεις των οδηγιών 2009/65/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ, οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι αρμόδιοι για τον καθορισμό της συχνότητας των εξαγορών (βλέπε Πλαίσιο 1α). Υπάρχει μια δέσμη πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας που μπορεί να συμβάλει στην αντιμετώπιση των κινδύνων ρευστότητας για τα αμοιβαία κεφάλαια ανοικτού τύπου μέσω της μείωσης του πλεονεκτήματος της πρώτης κίνησης ⁽²⁾ υπό συνθήκες έντασης στην αγορά (εκ των προτέρων) και όταν έχει προκληθεί δίνη ρευστότητας (εκ των υστέρων).

⁽¹⁾ CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS, 28 Ιουλίου 2010.

⁽²⁾ Για περισσότερες λεπτομέρειες βλέπε Ενότητα II.1 του παραρτήματος της σύστασης ΕΣΣΚ/2012/1 του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου της 20ής Δεκεμβρίου 2012 για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (ΕΕ C 146 της 25.5.2013, σ. 1).

Τα προληπτικά εργαλεία (ex ante tools) μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τον μετριασμό του πλεονεκτήματος της πρώτης κίνησης και του συστημικού κινδύνου. Κατ' αρχήν, τα εν λόγω εργαλεία μπορούν να χρησιμοποιηθούν είτε σε κανονικές συνθήκες είτε σε συνθήκες έντασης στην αγορά. Σκοπός των προληπτικών εργαλείων όπως η προσαρμοζόμενη τιμολόγηση (swing pricing) και οι εισφορές για την αποτροπή της απομείωσης αξίας (anti-dilution levies) είναι η δίκαιη μεταχείριση των πελατών, διασφαλίζοντας ότι οι ενέργειες των επενδυτών που προχωρούν σε εξαγορά των μεριδίων τους δεν συνιστούν άδικη μεταχείριση των εναπομένων επενδυτών. Έτσι εξαλείφεται το κίνητρο για τους επενδυτές να εξαγοράζουν μερίδια πριν από άλλους ούτως ώστε να ωφεληθούν από το χαμηλότερο κόστος. Ωστόσο, εάν οι επενδυτές είναι αποφασισμένοι να ρευστοποιήσουν τις διακρατήσεις τους, θα το κάνουν ανεξαρτήτως κόστους. Τα εργαλεία, λοιπόν, μετριάζουν μόνο το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης, αλλά όχι απαραίτητα την πίεση ρευστοποίησης στις αγορές των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων.

Τα κατασταλτικά εργαλεία (ex post tools) επιτρέπουν στους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων να διαχειρίζονται τη ρευστότητα των επενδυτικών οργανισμών ελέγχοντας ή περιορίζοντας τις εκροές. Τα εν λόγω εργαλεία κατά κανόνα απαλλάσσουν τους διαχειριστές από την υποχρέωση να πωλήσουν αμέσως περιουσιακά στοιχεία (στις τιμές της αγοράς ή και σε χαμηλότερες τιμές) για να ικανοποιήσουν αιτήματα εξαγοράς από μέρους των επενδυτών. Μπορούν λοιπόν ως έναν βαθμό να λειτουργήσουν σαν ένα είδος διακόπτη και να μετριάσουν την πιθανότητα να προκληθεί δίνη ρευστότητας. Τα κατασταλτικά εργαλεία κατά κανόνα χρησιμοποιούνται υπό συνθήκες έντασης στην αγορά.

Η διαθεσιμότητα και η εφαρμογή πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας από επενδυτικούς οργανισμούς ποικίλλει σημαντικά μεταξύ των χωρών. Αν και η αναστολή εξαγορών από τον διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου ή από τις ΕΑΑ επιτρέπεται ρητώς δυνάμει των οδηγιών 2009/65/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ, οι εν λόγω οδηγίες δεν προβλέπουν κανένα άλλο πρόσθετο εργαλείο διαχείρισης ρευστότητας. Κατά συνέπεια, υπάρχουν διαφορές μεταξύ των χωρών ως προς τη διαθεσιμότητα τέτοιων εργαλείων και τις συγκεκριμένες διαδικασίες που διέπουν τη χρήση τους. Μια έρευνα του IOSCO ⁽¹⁾, καθώς και μια πρόσφατη έρευνα που διεξήγαγε η ΕΑΚΑΑ στα κράτη μέλη της Ένωσης ⁽²⁾, δείχνουν ότι σε ορισμένα κράτη μέλη υπάρχει διαθέσιμη δέσμη πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας, συμπεριλαμβανομένης της προσαρμοζόμενης τιμολόγησης και των εισφορών για την αποτροπή της απομείωσης αξίας. Ωστόσο, στα περισσότερα κράτη μέλη διατίθενται λιγότερα εργαλεία.

Τα πιο συχνά διαθέσιμα εργαλεία στα κράτη μέλη της Ένωσης είναι τα εξής:

- έξοδα εξαγοράς
- όρια εξαγοράς (redemption gates)
- εξαγορές σε είδος
- παράπλευρα ανεξάρτητα χαρτοφυλάκια (side pockets)
- αναστολή εξαγορών

Το μόνο εργαλείο που είναι κοινό σε όλες τις συμμετέχουσες χώρες είναι η αναστολή εξαγορών. Ακολουθούν οι εξαγορές σε είδος, που διατίθενται σε 17 κράτη μέλη.

Στα περισσότερα κράτη μέλη οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων είναι οι μόνοι αρμόδιοι για την ενεργοποίηση εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας. Οι ρυθμιστικές αρχές διαδραματίζουν ήσσονα ρόλο στη διαδικασία και δεν μπορούν να ενεργοποιήσουν τα εργαλεία. Οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων δεν χρειάζονται άδεια από τις ρυθμιστικές αρχές για την ενεργοποίηση των περισσότερων πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας. Μόνο σε τρία κράτη μέλη απαιτείται άδεια για κάποια εργαλεία και μόνο σε ένα κράτος μέλος απαιτείται άδεια για την αναστολή των εξαγορών. Ωστόσο, τα εργαλεία που αφορούν τη ρευστότητα, καθώς και οι συνθήκες υπό τις οποίες αυτά μπορούν να χρησιμοποιηθούν, κατά κανόνα πρέπει να αναγράφονται στα ιδρυτικά έγγραφα του επενδυτικού οργανισμού, τα οποία υπόκεινται σε έγκριση στα κράτη μέλη της ΕΕ. Οι ρυθμιστικές αρχές συνήθως δεν επιτρέπεται να ενεργοποιούν εργαλεία. Η γενική εξαίρεση σε αυτό είναι η αναστολή εξαγορών, η οποία μπορεί να επιβάλλεται από τις ρυθμιστικές αρχές εάν τούτο κρίνεται σκόπιμο για την εξυπηρέτηση του δημοσίου συμφέροντος το οποίο κατά πάσα πιθανότητα περιλαμβάνει παράγοντες που συνδέονται με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Σε διάφορες χώρες οι ΕΑΑ έχουν τη δυνατότητα να ενεργοποιούν όρια στις εξαγορές.

Σε ορισμένες περιπτώσεις, η διαθεσιμότητα των εργαλείων περιορίζεται σε συγκεκριμένους τύπους επενδυτικών οργανισμών ή/και σε εξαιρετικές περιστάσεις. Η επιλογή της χρήσης πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας ποικίλλει υπό κανονικές συνθήκες. Σε κάποια κράτη μέλη, ορισμένα εργαλεία μπορούν να χρησιμοποιούνται υπό κανονικές συνθήκες, συνήθως υπό την προϋπόθεση ότι η ενδεχόμενη χρήση αυτών προβλέπεται στα ιδρυτικά έγγραφα του αμοιβαίου κεφαλαίου. Σε άλλα κράτη μέλη η χρήση ορισμένων εργαλείων περιορίζεται σε εξαιρετικές περιστάσεις. Σε όλα τα κράτη μέλη η δυνατότητα αναστολής των εξαγορών περιορίζεται μόνο σε εξαιρετικές περιστάσεις.

⁽¹⁾ Η έρευνα του IOSCO καλύπτει και άλλα κράτη πέρα από τα κράτη μέλη της Ένωσης. Η έκθεση αυτή επικεντρώνεται στις απαντήσεις έντεκα συμμετεχόντων κρατών μελών της Ένωσης. Διατίθεται στη διεύθυνση <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

⁽²⁾ Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε Πίνακα Α1 στο παράρτημα.

Η καθοδήγηση που παρέχεται από τις ρυθμιστικές αρχές σχετικά με τη χρήση πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας είναι ανομοιογενής και διαφέρει για κάθε εργαλείο. Όσον αφορά την αναστολή εξαγορών, δεν τίθεται πάντα ανώτατο χρονικό όριο, ενώ σε τρία κράτη μέλη δεν παρέχεται καμία σχετική καθοδήγηση. Όσον αφορά τα λοιπά πρόσθετα εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας, σπανίως υπάρχουν επίσημοι ορισμοί, αν και, κατά κανόνα, τα κράτη μέλη γενικά κατανοούν τα εργαλεία. Στις περισσότερες περιπτώσεις, δεν υπάρχουν συγκεκριμένες κανονιστικές διατάξεις στην εθνική νομοθεσία ή καθοδήγηση από τις ΕΑΑ όσον αφορά τη χρήση των εργαλείων.

Το ΣΧΣ αναγνώρισε ότι η αναντιστοιχία ως προς τη ρευστότητα συνιστά δυνητική διαρθρωτική ευπάθεια για τους επενδυτικούς οργανισμούς ανοικτού τύπου και πρότεινε τα εργαλεία διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας να είναι ευρύτερα διαθέσιμα. Η διαθεσιμότητα μιας πολυποίκιλης δέσμης προληπτικών και κατασταλτικών εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας σε όλα τα κράτη μέλη θα βελτιώνει τη δυνατότητα αντίδρασης σε ακραίες συνθήκες ρευστότητας και, κατ' επέκταση, θα μειώνει τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι ΕΑΑ και οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα ανέφεραν στις απαντήσεις τους σε διαβούλευση της Επιτροπής ότι θα χαιρόταν την ευρύτερη διαθεσιμότητα εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας. ⁽¹⁾

Οι διασυννοριακές επιδράσεις υπογραμμίζουν την ανάγκη θέσπισης ενός πιο εναρμονισμένου κανονιστικού πλαισίου. Καθώς οι ΟΣΕΚΑ και οι ΟΕΕ συχνά επενδύουν και λειτουργούν σε διασυννοριακή βάση, ο δυνητικός αντίκτυπος των προβλημάτων ρευστότητας δεν περιορίζεται στις χώρες στις οποίες αυτοί εδρεύουν. Η μετάδοση δυσμενών επιδράσεων θα μπορούσε, επομένως, να συμβάλει στη δημιουργία δινών ρευστότητας με επιπτώσεις σε διασυννοριακό επίπεδο. Ως εκ τούτου, μια ομοιογενής δέσμη εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας θα πρέπει να είναι διαθέσιμη σε ολόκληρη την Ένωση. Με αυτόν τον τρόπο οι επενδυτικοί οργανισμοί θα έχουν μια κοινή δέσμη πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας η οποία θα πρέπει να αξιολογείται από τους διαχειριστές και, κατά περίπτωση, να συμπεριλαμβάνεται στα ιδρυτικά έγγραφα του εκάστοτε επενδυτικού οργανισμού για την αντιμετώπιση των διασυννοριακών κινδύνων ρευστότητας. Όλοι οι ΟΕΕ και οι ΟΣΕΚΑ θα πρέπει να προβλέπουν κανονικά στα ιδρυτικά τους έγγραφα τη δυνατότητα να αναστέλλουν τις εξαγορές υπό συνθήκες έντασης στην αγορά.

Σκοπός της σύστασης είναι να διευκολύνει την ενεργοποίηση των εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας και να ενισχύσει τη διαθεσιμότητά τους. Οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να διστάζουν να χρησιμοποιήσουν ορισμένα εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας για μια σειρά από λόγους, συμπεριλαμβανομένης της φήμης και της μετάδοσης δυσμενών επιδράσεων. Η ενεργοποίηση κάποιου εργαλείου θα μπορούσε να προκαλέσει δευτερογενείς επιδράσεις που επηρεάζουν άλλους επενδυτικούς οργανισμούς τους οποίους διαχειρίζεται ο ίδιος διαχειριστής. Σε ορισμένες περιπτώσεις μπορεί να επηρεαστούν ακόμη και επενδυτικοί οργανισμοί οι οποίοι έχουν διαφορετικούς διαχειριστές αλλά παρόμοια συγκέντρωση στοιχείων χαρτοφυλακίων. Ως εκ τούτου, η προσθήκη ενός ακόμη εργαλείου διαχείρισης ρευστότητας στα ιδρυτικά έγγραφα ενός επενδυτικού οργανισμού ίσως να μην επαρκεί για την αποτελεσματική μείωση των κινδύνων ρευστότητας που συνδέονται με τον επενδυτικό οργανισμό εάν ο διαχειριστής διστάζει να εφαρμόσει το πρόσθετο εργαλείο στην πράξη. Οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων θα πρέπει λοιπόν να διασφαλίζουν ότι υπάρχει η απαραίτητη λειτουργική ικανότητα και τα αναγκαία σχέδια έκτακτης ανάγκης για την έγκαιρη ενεργοποίηση κάποιου πρόσθετου εργαλείου διαχείρισης ρευστότητας. Κατά συνέπεια, το ενημερωτικό δελτίο κάθε επενδυτικού οργανισμού ή οι προσυμβατικές πληροφορίες που παρέχονται στους επενδυτές θα πρέπει να περιγράφουν όλα τα πρόσθετα εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας που περιλαμβάνονται στα ιδρυτικά έγγραφα, τον σκοπό τους και τον τρόπο με τον οποίο χρησιμοποιούνται. Έτσι θα υπάρχει σαφήνεια και οι επενδυτές θα εξοικειώνονται με εργαλεία που δεν χρησιμοποιούνται ευρέως.

Σκοπός των συστάσεων είναι να ενθαρρύνουν μια συνεπή προσέγγιση ως προς τη χρήση εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας σε όλα τα κράτη μέλη. Για τη διασφάλιση της συνεπούς εφαρμογής πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας σε όλα τα κράτη μέλη, η νομοθετική πρόταση θα πρέπει να υποχρεώνει την ΕΑΚΑΑ να αναπτύξει καθοδήγηση υψηλού επιπέδου σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο τα πρόσθετα εργαλεία θα πρέπει να ενσωματώνονται στη διαδικασία διαχείρισης ρευστότητας των επενδυτικών οργανισμών καθώς και σχετικά με τις απαιτήσεις διαφάνειας και παροχής στοιχείων που θα πρέπει να τηρούνται. Προκειμένου να γίνουν καλύτερα κατανοητές οι επιδράσεις των πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, το ΕΣΣΚ θα πρέπει να συνεργαστεί με την ΕΑΚΑΑ επί ζητημάτων μακροπροληπτικής εποπτείας. Οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων θα πρέπει να υποβάλλουν εκθέσεις στις ΕΑΑ σχετικά με την εφαρμογή και χρήση πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας. Για την αποφυγή της υπερβολικά επιβαρυντικής παροχής στοιχείων για πρόσθετα εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας που χρησιμοποιούνται τακτικά ή συνεχώς, η παροχή στοιχείων θα μπορούσε να αφορά τη χρήση εργαλείων μόνο υπό συνθήκες έντασης στην αγορά.

Τα προληπτικά εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας θα μπορούσαν να χρησιμοποιούνται για τον μετριασμό της δημιουργίας και του αντίκτυπου συστημικού κινδύνου, ενώ τα κατασταλτικά εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας θα μπορούσαν να ενεργοποιούνται υπό συνθήκες έντασης στην αγορά όταν οι επενδυτικοί οργανισμοί αντιμετωπίζουν σημαντικές εκροές. Και οι δύο τύποι μέσων θα βοηθούσαν λοιπόν στην αντιμετώπιση των κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα που απορρέουν από αναντιστοιχίες ως προς τη ρευστότητα στους επενδυτικούς οργανισμούς. Ως εκ τούτου, συνιστάται και οι δύο τύποι μέσων να είναι διαθέσιμοι σε επίπεδο Ένωσης. Το Πλαίσιο 2 εξηγεί περαιτέρω τα διαφορετικά μέσα, αναγνωρίζοντας ότι κάποια από τα εργαλεία δεν θα είναι πάντα κατάλληλα ή αναγκαία για όλους τους τύπους επενδυτικών οργανισμών ανοικτού τύπου.

⁽¹⁾ "Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments". Διατίθεται στη διεύθυνση http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm.

Πλαίσιο 2: Εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας

Προληπτικά/υβριδικά ⁽¹⁾ εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας ⁽²⁾

Η προσαρμοζόμενη τιμολόγηση αποσκοπεί στην προστασία των υπαρχόντων μεριδιούχων επενδυτικών οργανισμών έναντι δυσμενών επιδράσεων στις τιμές που απορρέουν από συναλλαγές που διενεργούνται από άλλους επενδυτές. Η προσαρμοζόμενη τιμολόγηση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη διόρθωση της τιμής των μεριδίων ενός επενδυτικού οργανισμού προκειμένου να συμβάλει στο κόστος των συναλλαγών που προκύπτει από την επενδυτική δραστηριότητα. ⁽³⁾ Στην πράξη, η καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού του επενδυτικού οργανισμού προσαρμόζεται προς τα κάτω (άνω) σε περίπτωση μεγάλων εκροών (εισροών) ούτως ώστε το κόστος των συναλλαγών να το επωμιστούν οι επενδυτές που αγοράζουν ή πωλούν τα μερίδια και όχι οι υπάρχοντες επενδυτές. Αυτές οι μεταβολές των τιμών, εάν γίνουν κατανοητές από τους επενδυτές, θα πρέπει να λειτουργήσουν ως κίνητρο για την προσαρμογή της συμπεριφοράς τους ως προς τις εξαγορές και τις εγγραφές κατά τρόπο που συμβάλλει στη σταθεροποίηση των καθαρών ροών του επενδυτικού οργανισμού. Η προσαρμοζόμενη τιμολόγηση μπορεί να εφαρμοστεί είτε σε όλες τις εγγραφές και εξαγορές επενδυτών (πλήρης προσαρμοζόμενη τιμολόγηση) είτε μόνο σε εγγραφές και εξαγορές πέραν ορισμένου ορίου (μερική προσαρμοζόμενη τιμολόγηση). Στην περίπτωση της μερικής προσαρμοζόμενης τιμολόγησης καθορίζεται ένα όριο και κάθε φορά που οι καθαρές εκροές το υπερβαίνουν η καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού του επενδυτικού οργανισμού προσαρμόζεται προς τα κάτω και αντίστροφα. Τα όρια μπορούν να είναι μεταβλητά ούτως ώστε ο μηχανισμός να μπορεί να προσαρμόζεται ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς/ρευστότητας. Έτσι περιορίζεται η πρακτική βελτιστοποίησης από μέρους των επενδυτών (δηλαδή οι επενδυτές αποτρέπονται να αναμένουν τη χρήση προσαρμοζόμενης τιμολόγησης και τη λήψη κατάλληλων μέτρων). Στην περίπτωση της πλήρους προσαρμοζόμενης τιμολόγησης η καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού προσαρμόζεται συνεχώς, ανάλογα με την ύπαρξη καθαρών εισροών ή εκροών. Η προσαρμοζόμενη τιμολόγηση είναι ένα εργαλείο το οποίο μπορεί να επηρεάσει αποτελεσματικά τη συμπεριφορά των επενδυτών ως προς τις εξαγορές και τις εγγραφές, σταθεροποιώντας τις αποδόσεις του επενδυτικού οργανισμού και μειώνοντας την πιθανότητα πλεονεκτημάτων πρώτης κίνησης και των συναφών βεβιασμένων πωλήσεων. Ωστόσο, οι επενδυτές που είναι αποφασισμένοι να αποχωρήσουν από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο θα το κάνουν ακόμη και αν θα πρέπει να επωμιστούν το κόστος που απορρέει από την προσαρμογή των τιμών. Καθώς ενδέχεται να υπάρχουν πολλαπλές καθαρές αξίες στοιχείων ενεργητικού, η χρήση της προσαρμοζόμενης τιμολόγησης μπορεί να είναι ιδιαίτερα σύνθετη και να συνεπάγεται υψηλό κόστος, με αποτέλεσμα οι μικροί επενδυτικοί οργανισμοί να μην είναι εφικτό να τη χρησιμοποιήσουν.

Ομοίως, με τις εισφορές για την αποτροπή της απομείωσης αξίας οι επενδυτές καταβάλλουν ένα επιπλέον ποσό όταν εγγράφονται στο αμοιβαίο κεφάλαιο επενδυτικού χαρακτήρα ή όταν εξαγοράζουν μερίδια. Οι εγγραφές και οι εξαγορές ενός αμοιβαίου κεφαλαίου επενδυτικού χαρακτήρα μπορούν να επηρεάσουν την αξία του. Αυτό ισχύει ιδίως όταν τα μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν μεταβιβάζονται απλώς μεταξύ ισάριθμων αγοραστών και πωλητών αλλά υπάρχει ανισορροπία μεταξύ αγοραστών και πωλητών και απαιτείται ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου να προβεί σε αγορά ή πώληση υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων. Αυτό συνεπάγεται έξοδα συναλλαγής, συναφείς φόρους και κόστος ρευστότητας που επηρεάζουν την καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού και οδηγούν σε απομείωση της αξίας. Η εισφορά για την αποτροπή της απομείωσης αξίας καλύπτει αυτά τα κόστη συναλλαγής.

Η προσαρμοζόμενη τιμολόγηση και οι εισφορές για την αποτροπή της απομείωσης αξίας αποθαρρύνουν την εκδήλωση συμπεριφοράς που συμβαδίζει με τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου. Ωστόσο, η προσαρμοζόμενη τιμολόγηση από μόνη της ενθαρρύνει την αντικυκλική συμπεριφορά. Σε αντίθεση με την προσαρμοζόμενη τιμολόγηση, οι εισφορές για την αποτροπή της απομείωσης αξίας δεν ενθαρρύνουν τους επενδυτές να ενεργούν με αντικυκλικό τρόπο (δηλαδή να εγγράφονται σε φάση εξαγοράς) καθώς σε αυτήν την περίπτωση οι επενδυτές δεν ωφελούνται από τις πιο ευνοϊκές πωλήσεις ή την τιμή εξαγοράς που προκύπτει από την προσαρμοζόμενη τιμολόγηση. Ούτε οι εισφορές για την αποτροπή της απομείωσης αξίας ούτε η προσαρμοζόμενη τιμολόγηση δημιουργούν επιπλέον κόστος για τον επενδυτικό οργανισμό. Απλώς αλλάζουν τον τρόπο με τον οποίο το κόστος μετακυλιέται στους επενδυτές.

Κατασταλτικά εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας

Τα όρια εξαγοράς (redemption gates) καθυστερούν προσωρινά τις εξαγορές. Με τα όρια εξαγοράς αναστέλλεται προσωρινά το δικαίωμα των μεριδιούχων να εξαγοράσουν τα μερίδιά τους. Αυτή η αναστολή μπορεί να είναι πλήρης, δηλαδή οι επενδυτές δεν μπορούν να εξαγοράσουν κανένα μερίδιό τους, ή μερική, δηλαδή οι επενδυτές μπορούν να εξαγοράσουν μόνο μέρος των μεριδίων τους. Τα όρια εξαγοράς μπορούν επίσης να διαμορφώνονται κατά τρόπο ώστε όταν τα αιτήματα εξαγοράς υπερβαίνουν ένα όριο (π.χ. 10 % της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού για έναν επενδυτικό οργανισμό που προσφέρει τη δυνατότητα καθημερινών ή εβδομαδιαίων συναλλαγών) μια εταιρεία διαχείρισης κεφαλαίων μπορεί να αποφασίσει

⁽¹⁾ Καθώς προσαρμογές της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού μπορούν να γίνουν εκ των υστέρων, τα εργαλεία μπορούν επίσης να θεωρούνται υβριδικά, δηλαδή εφαρμόζονται εκ των προτέρων αλλά ενεργοποιούνται εκ των υστέρων.

⁽²⁾ Η διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων είναι ένα πρόσθετο βασικό εργαλείο ρευστότητας. Οι πρακτικές διαχείρισης ρευστότητας εξετάζονται στο πλαίσιο σημαντικών ακραίων καταστάσεων που θα μπορούσαν να προκαλέσουν σοβαρά προβλήματα ρευστότητας στα αμοιβαία κεφάλαια. Καθώς υπάρχει ξεχωριστή σύσταση για τη διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, το θέμα αυτό δεν εξετάζεται εδώ (βλέπε Σύσταση Γ).

⁽³⁾ Η προσαρμοζόμενη τιμολόγηση είναι ο μηχανισμός που χρησιμοποιείται από αμοιβαία κεφάλαια μονής τιμής. Τα αμοιβαία κεφάλαια διπλής τιμής διαθέτουν παρόμοιους μηχανισμούς που επιτρέπουν στον διαχειριστή να καθορίζει σε ποια τιμή μεταξύ της τιμής διάθεσης και της τιμής εξαγοράς των μεριδίων θα πρέπει να διαμορφώνεται η τιμή συναλλαγής, προκειμένου να διασφαλίζεται ότι το κόστος των συναλλαγών του αμοιβαίου κεφαλαίου βαρύνει τους εισερχόμενους ή τους εξερχόμενους επενδυτές κατά περίπτωση.

να μεταφέρει στην επόμενη περίοδο συναλλαγών τυχόν αιτήματα εξαγοράς που υπερβαίνουν το όριο. Υπό συνθήκες έντασης στην αγορά, τα όρια εξαγοράς παρέχουν στους διαχειριστές περισσότερο χρόνο και ευελιξία για να αντιμετωπίσουν τα αιτήματα εξαγοράς και να διασφαλίσουν την εύρυθμη πώληση των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων. Με αυτόν τον τρόπο μπορεί να μειωθεί ο κίνδυνος βεβιασμένων πωλήσεων.

Με την εξαγορά σε είδος ο διαχειριστής δεν έχει πια την ανάγκη να ρευστοποιεί μεγάλα ποσά στοιχείων ενεργητικού σε περίπτωση εξαγορών μεγάλης κλίμακας. Ένας διαχειριστής μπορεί να αποφασίσει να ικανοποιήσει ένα αίτημα εξαγοράς μεταφέροντας κινητές αξίες αντί για μετρητά στον μεριδιούχο. Καθώς μια μεγάλη έκτακτη πώληση περιουσιακών στοιχείων μπορεί να έχει σημαντικό αντίκτυπο στην αγορά, η εξόφληση σε είδος μπορεί να προστατεύσει τους επενδυτές που παραμένουν στον επενδυτικό οργανισμό έναντι του υψηλού κόστους ρευστοποίησης που θα μπορούσε να προκύψει διαφορετικά. Αυτός ο μηχανισμός μπορεί να είναι κατάλληλος για εντολές εξαγοράς από θεσμικούς επενδυτές. Γενικά, ωστόσο, είναι λιγότερο κατάλληλος για εξαγορές μεριδίων ιδιωτών επενδυτών είτε επειδή μπορεί να μην είναι εφικτό να εξοφληθούν σε είδος μεμονωμένα μερίδια του αμοιβαίου κεφαλαίου επενδυτικού χαρακτήρα είτε επειδή κάτι τέτοιο θα συνεπαγόταν υψηλό λειτουργικό κόστος και θα είχε συνέπειες σε επίπεδο φήμης. Αν και οι επενδυτές μπορούν να πωλούν περιουσιακά στοιχεία που έχουν εξοφληθεί σε είδος κατά τον ίδιο τρόπο με τους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων, θα αναγκαστούν στη συνέχεια να ενσωματώσουν το κόστος αυτών των πωλήσεων αντί να το κατανείμουν σε όλους τους επενδυτές του επενδυτικού οργανισμού. Ο αντίκτυπος στην αγορά (και, κατ' επέκταση, στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα) μπορεί, ωστόσο, να είναι ο ίδιος ανεξαρτήτως αν η πώληση των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων γίνεται από το ίδιο το αμοιβαίο κεφάλαιο ή από τους επενδυτές.

Τα παράπλευρα ανεξάρτητα χαρτοφυλάκια (side pockets) επιτρέπουν τον διαχωρισμό των μη ευχερών ρευστοποιήσιμων επενδύσεων από τις υπόλοιπες ρευστοποιήσιμες επενδύσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου επενδυτικού χαρακτήρα. Αυτή η προσέγγιση έχει δύο πλεονεκτήματα. Πρώτον, οι επενδυτές που χρειάζονται μετρητά εξακολουθούν να έχουν τη δυνατότητα να ρευστοποιήσουν το ρευστοποιήσιμο μέρος των επενδύσεων του επενδυτικού οργανισμού πιθανότατα με μικρό κόστος ρευστοποίησης. Δεύτερον, η προσέγγιση προστατεύει τα συμφέροντα των επενδυτών που επιθυμούν να παραμείνουν στον επενδυτικό οργανισμό, καθώς ο διαχειριστής δεν υποχρεώνεται να ρευστοποιήσει περιουσιακά στοιχεία σε τιμές της αγοράς ή σε χαμηλότερες τιμές όταν αντιμετωπίζει πολλά αιτήματα εξαγοράς μεριδίων. Τα παράπλευρα ανεξάρτητα χαρτοφυλάκια είναι λοιπόν ιδιαίτερα κατάλληλα όταν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο έχει αποκλίνοντα επενδυτικά συμφέροντα, δηλαδή όταν κάποιοι επενδυτές επιθυμούν να διατηρήσουν τα μερίδιά τους ενώ άλλοι επιθυμούν να τα εξαγοράσουν. Όσον αφορά τους κανόνες που διέπουν τη δημιουργία παράπλευρων ανεξάρτητων χαρτοφυλακίων, οι πρακτικές που ακολουθούνται ποικίλλουν μεταξύ των κρατών μελών.

Οι περίοδοι προειδοποίησης παρέχουν στους διαχειριστές πρόσθετη ευελιξία ως προς τη διαχείριση της ρευστότητας. Ως «περίοδος προειδοποίησης» νοείται το χρονικό διάστημα που οι επενδυτές είναι υποχρεωμένοι να δώσουν στους διαχειριστές όταν θέλουν να εξαγοράσουν τα μερίδιά τους. Οι περίοδοι προειδοποίησης συχνά προβλέπονται ήδη στα ιδρυτικά έγγραφα του αμοιβαίου κεφαλαίου επενδυτικού χαρακτήρα και δίνουν στους διαχειριστές περισσότερο χρόνο να ικανοποιήσουν αιτήματα εξαγοράς χωρίς να χρειάζεται να πωλήσουν αμέσως περιουσιακά στοιχεία σε χαμηλότερη τιμή.

Η αναστολή εξαγορών είναι ένα μέσο τελευταίας προσφυγής σε περιόδους κρίσης ρευστότητας. Οι αναστολές λειτουργούν σαν διακόπτες, δίνοντας στους διαχειριστές πρόσθετο χρόνο, σε περιπτώσεις οικονομικής δυσπραγίας, να ρευστοποιήσουν περιουσιακά στοιχεία με συντεταγμένο τρόπο. Αντί να πρέπει να λάβουν βιαστικές αποφάσεις και να ρευστοποιήσουν περιουσιακά στοιχεία σε οποιαδήποτε τιμή, οι διαχειριστές έχουν περισσότερο χρόνο να βρουν τη βέλτιστη λύση. Επιπλέον, αυτός ο πρόσθετος χρόνος μπορεί να επιτρέπει στους διαχειριστές και τους επόπτες να κοινοποιήσουν καλύτερα τους λόγους της διαταραχής στους επενδυτές και ενδεχομένως να αποφύγουν τον πανικό. Ως εκ τούτου, οι αναστολές θεωρούνται ευρέως σημαντικό εργαλείο για τη διαχείριση εξαγορών μεγάλης κλίμακας σε περιπτώσεις κρίσης. Ωστόσο, μπορεί να συνεπάγονται υψηλό κόστος ευημερίας για τους επενδυτές επειδή δεν μπορούν να ρευστοποιήσουν τις επενδύσεις τους. Επιπλέον, υπάρχουν ανησυχίες ότι έμπειροι επενδυτές μπορεί να είναι σε θέση να προβλέψουν την αναστολή εξαγορών και να προσπαθήσουν να εξαγοράσουν τα μερίδιά τους πριν από άλλους (σε αντίθεση προς τον αρχικό σκοπό του εργαλείου που είναι ο μετριασμός του πλεονεκτήματος πρώτης κίνησης), ενδεχομένως πυροδοτώντας μαζική απόσυρση.

Συστάσεις Α(2) και Α(3) - Περαιτέρω διατάξεις σχετικά με τον ρόλο των ΕΑΑ και της ΕΑΚΑΑ όσον αφορά την αναστολή από τις ΕΑΑ των εξαγορών που έχουν διασυνორιακές επιδράσεις στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα

Η αναστολή εξαγορών είναι το μόνο εργαλείο που είναι διαθέσιμο σε όλα τα κράτη μέλη. Κατ' αρχήν, η απόφαση αναστολής εξαγορών είναι πρωτίστως αρμοδιότητα του διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου και εμπίπτει στη διακριτική ευχέρειά του (βλέπε Πλαίσιο 2). Ωστόσο, την αναστολή εξαγορών μπορούν επίσης να την επιβάλουν οι ΕΑΑ τόσο στους ΟΣΕΚΑ όσο και στους ΟΕΕ, εάν αυτό είναι προς το συμφέρον των μεριδιούχων ή αυτό επιτάσσει το δημόσιο συμφέρον.

Οι διαχειριστές μπορεί να μην αναστείλουν τις εξαγορές εάν δεν καταφέρουν να εσωτερικεύσουν τον αντίκτυπο των μεγάλων κλίμακας εξαγορών στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η μαζική απόσυρση από έναν και μόνο επενδυτικό οργανισμό μπορεί να αρκεί για να προκληθεί γενικός πανικός μεταξύ των επενδυτών και μεγάλης κλίμακας αποσύρσεις από άλλα αμοιβαία κεφάλαια. Κατά συνέπεια, οι επενδυτικοί οργανισμοί μπορεί επίσης να αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα ρευστότητας και να αναγκαστούν να πωλήσουν σημαντικά ποσά περιουσιακών στοιχείων. Εάν το μέγεθος του επενδυτικού οργανισμού είναι μεγάλο σε σχέση με κάποια αγορά ή τομέα, μπορεί να προκληθεί σημαντική πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε υφεσιακούς φαύλους κύκλους. Ως εκ τούτου, η αποτροπή μαζικών αποσύρσεων και των επακόλουθων βεβιασμένων πωλήσεων μεγάλης κλίμακας έχει τεράστια σημασία για τη συνολική σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να μην αναστέλλουν τις εξαγορές επειδή ανησυχούν για τον κίνδυνο φήμης. Ένα από τα κύρια εμπόδια στη χρήση του εργαλείου της αναστολής εξαγορών είναι ο δυνητικός αρνητικός αντίκτυπος στη φήμη του διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου. Καθώς η ανάγκη για την αναστολή θα μπορούσε εύκολα να αποδοθεί σε κακή διαχείριση ρευστότητας από την πλευρά του διαχειριστή, ενδέχεται να προκληθεί μόνιμη απώλεια εμπιστοσύνης στον επαγγελματισμό αυτού. Κατά συνέπεια, οι διαχειριστές μπορεί να αποφύγουν να κάνουν χρήση της αναστολής εξαγορών ακόμη και αν αυτή θα εξυπηρετούσε το συλλογικό συμφέρον όλων των μεριδιούχων. Σε κάποιες άλλες περιπτώσεις οι διαχειριστές μπορεί επίσης να αποφασίσουν να μην προχωρήσουν σε αναστολή εξαγορών εάν πιστεύουν ότι αυτό δεν θα εξυπηρετούσε με τον καλύτερο τρόπο το συμφέρον των μεριδιούχων. Σε αυτές τις περιπτώσεις, όταν οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων δεν προχωρούν σε αναστολή εξαγορών αλλά αυτή απαιτείται για μακροπροληπτικούς λόγους, οι ΕΑΑ θα πρέπει να απαιτούν εκείνες την αναστολή.

Η ανάγκη ρυθμίσεων ενιαίου διαβατηρίου στην Ένωση σημαίνει ότι θα πρέπει να ανατεθούν ρόλοι και αρμοδιότητες στις ΕΑΑ όσον αφορά την αναστολή εξαγορών. Τα καθεστώτα διαβατηρίου επιτρέπουν στους διαχειριστές ΟΕΕ και ΟΣΕΚΑ τη διασυνοριακή εμπορία μεριδίων εντός του ΕΟΧ. Επίσης επιτρέπουν δραστηριότητες διασυνοριακής διαχείρισης. Εάν ένας επενδυτικός οργανισμός εδρεύει σε ένα κράτος μέλος και η εταιρεία διαχείρισης του ΟΕΕ ή του ΟΣΕΚΑ εδρεύει σε άλλο κράτος μέλος, ενδέχεται να μην είναι σαφές ποια ΕΑΑ είναι αρμόδια για τη διαχείριση της αναστολής εξαγορών ή πότε μια αρχή θα πρέπει να παρέμβει και να απαιτήσει την αναστολή. Η έλλειψη σαφούς κατανομής αρμοδιοτήτων μπορεί να οδηγήσει σε ανεπαρκείς ή καθυστερημένες αντιδράσεις σε συνθήκες έντασης και σε ταχέως μεταβαλλόμενες συνθήκες στην αγορά. Όταν υπάρχουν κοινές αρμοδιότητες ή/και την αρμοδιότητα την έχει αναλάβει η λιγότερο ενημερωμένη αρχή, μπορεί να υπάρξουν ακούσιες αρνητικές συνέπειες. Προκειμένου να αποφεύγεται αυτό το ενδεχόμενο, συνιστάται στην Επιτροπή να προτείνει η σχετική νομοθεσία της Ένωσης να αποσαφηνίζει τους ρόλους και τις αρμοδιότητες των εμπλεκόμενων ΕΑΑ.

Άλλες σχετικές αρχές, συμπεριλαμβανομένων των ΕΑΚΑΑ και ΕΣΣΚ, θα πρέπει να ειδοποιούνται προτού η αρμόδια αρχή δώσει εντολή να ανασταλούν οι εξαγορές εάν υπάρχουν διασυνοριακές επιπτώσεις στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Δεδομένου ότι το ενιαίο διαβτήριο επιτρέπει τις διασυνοριακές συναλλαγές εντός του ΕΟΧ, τυχόν εντολή να ανασταλούν οι εξαγορές μπορεί να επηρεάσει άμεσα τους επενδυτές και τις αγορές που εμπίπτουν στη δικαιοδοσία άλλων αρχών. Η εντολή να ανασταλούν οι εξαγορές ενός ορισμένου επενδυτικού οργανισμού μπορεί, λοιπόν, να έχει συνέπειες για τις χρηματοπιστωτικές αγορές και την εμπιστοσύνη των επενδυτών σε άλλες χώρες. Εάν οι σχετικές αρχές δεν έχουν επαρκή πληροφόρηση, τέτοιες αντιδράσεις της αγοράς ενδέχεται να προκαλέσουν έκπληξη και να εμποδίσουν τη λήψη κατάλληλων κανονιστικών μέτρων. Για τον μετριασμό των δυνητικών κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, συνιστάται στην Επιτροπή να προτείνει τη συμπερίληψη στην ενωσιακή νομοθεσία της υποχρέωσης παροχής προηγούμενης πληροφόρησης στις σχετικές αρχές. Αυτή η υποχρέωση, ωστόσο, θα πρέπει να διατυπωθεί κατά τρόπο που δεν αποτρέπει τις ΕΑΑ να ενεργούν αμέσως σε περίπτωση κρίσης.

Η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να παρέχει συμβουλές, να διευκολύνει και να συντονίζει την αναστολή εξαγορών από τις ΕΑΑ εάν υπάρχουν διασυνοριακές επιπτώσεις στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Λαμβανομένων υπόψη των εθνικών χαρακτηριστικών, η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να αναλάβει συντονιστικό και συμβουλευτικό ρόλο για την ισότιμη χρήση από τις ΕΑΑ της εξουσίας να αναστέλλουν τις εξαγορές, με σκοπό τον μετριασμό των κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Αυτός ο συντονιστικός ρόλος θα πρέπει να περιλαμβάνει την ανάλυση πρωτοβουλίας σχετικά με τα γενικά πρακτικά ζητήματα που πρέπει να εξετάζουν οι ΕΑΑ όταν κάνουν χρήση των εξουσιών τους για την αναστολή των εξαγορών. Επιπλέον, επί του παρόντος δεν υπάρχει ομοιογενής και ακριβής ορισμός του δημόσιου συμφέροντος. Η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να προάγει μια κοινή αντίληψη μεταξύ των ΕΑΑ σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο οι σχετικές διατάξεις στις οδηγίες 2009/65/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ σχετίζονται με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και τον συστημικό κίνδυνο, χωρίς να καθιστά προβλέψιμες τις ρυθμιστικές αρχές και να δημιουργεί ηθικό κίνδυνο. Αυτές οι διατάξεις όχι μόνο θα διευκολύνουν μια πιο εναρμονισμένη προσέγγιση ως προς την αναστολή εξαγορών, αλλά και θα στηρίξουν την ιδέα ότι η αναστολή εξαγορών θα πρέπει να αποτελέσει ένα λειτουργικό εργαλείο για τον μετριασμό των κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

II.1.2 Μη επιδιωκόμενες επιδράσεις

Υπάρχει ο κίνδυνος θεσμικοί επενδυτές με καλή πληροφόρηση να προβλέπουν την ενεργοποίηση κάποιου εργαλείου. Αυτό θα μπορούσε να μειώσει ή και να εκμηδενίσει την αποτελεσματικότητα του εργαλείου, καθώς οι επενδυτές θα προσπαθίσουν να ενεργήσουν προτού ενεργοποιηθεί το εργαλείο. Υπό ορισμένες συνθήκες, η αναμονή της ενεργοποίησης κάποιου εργαλείου θα μπορούσε να οδηγήσει σε μαζικές αποσύρσεις και να προκαλέσει δίνη ρευστότητας. Για αυτόν τον λόγο, η παρεχόμενη καθοδήγηση θα πρέπει να μην περιλαμβάνει αυτοματισμούς και συγκεκριμένες «συνταγές».

Τα εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας μπορεί να έχουν αξία όταν εμμένουν συνθήκες έντασης στην αγορά. Ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά, τα κατασταλτικά εργαλεία μπορούν μόνο να αναστείλουν το πρόβλημα ρευστότητας καθώς απλώς αναστέλλουν τις εξαγορές για περιορισμένο χρονικό διάστημα (π.χ. εφαρμογή ορίων). Δεν εξαλείφουν το πρόβλημα όταν εμμένουν συνθήκες έντασης στην αγορά, άρα δεν μπορούν να αντικαταστήσουν τα διαρθρωτικά μέτρα, όπως εκείνα που αποσκοπούν στην αντιμετώπιση υπερβολικών αναντιστοιχιών ως προς τη ρευστότητα.

II.2 Σύσταση Β — Πρόσθετες διατάξεις για τη μείωση της πιθανότητας υπερβολικών αναντιστοιχιών ρευστότητας

II.2.1 Οικονομικό σκεπτικό και επιδιωκόμενες επιδράσεις

Οι επενδυτικοί οργανισμοί που διαχειρίζονται περιουσιακά στοιχεία τα οποία, εκ της φύσεώς τους, είναι δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα δεν δημιουργούν απαραίτητα ανησυχίες για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η παροχή πρόσβασης σε ποικίλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων αυξάνει την αποτελεσματικότητα της αγοράς καθώς προσφέρει περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες και βελτιώνει την πρόσβαση σε χρηματοδότηση για τους εκδότες αυτών των τίτλων. Από

την άποψη της οικονομικής πολιτικής, η παροχή στους επενδυτικούς οργανισμούς της δυνατότητας να επενδύουν σε κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων που αποτελούν αντικείμενο λιγότερο ενεργού διαπραγμάτευσης, όπως μετοχές μη διαπραγματεύσιμες σε χρηματιστήριο, μη διαβαθμισμένα εταιρικά ομόλογα ή δάνεια, επίσης συμβάλλει στη διαφοροποίηση της χρηματοδότησης στην οικονομία. Αυτό συμπίπτει με την αυξανόμενη ζήτηση για περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες στο πλαίσιο ενός περιβάλλοντος παρατεταμένων χαμηλών αποδόσεων.

Κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα προκύπτουν όταν υπάρχει μεγάλη αναντιστοιχία ανάμεσα στη ρευστότητα αυτών των περιουσιακών στοιχείων και τη ρευστότητα που παρέχεται στους επενδυτές σύμφωνα με τις πολιτικές εξοφλήσεων/εξαγορών των αμοιβαίων κεφαλαίων. Συγκριτικά με τους επενδυτικούς οργανισμούς που επενδύουν σε ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, όπου μόνο ένας μεγάλος αριθμός εξοφλήσεων θα είχε αντίκτυπο στις τιμές της αγοράς, η υποχρέωση (με την επιφύλαξη της πιθανότητας αναστολής του αμοιβαίου κεφαλαίου) πώλησης ακόμη και ενός μικρού ποσού δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων θα μπορούσε γρήγορα να επιτείνει την πτώση των τιμών της αγοράς. Η διαθεσιμότητα συχνών ευκαιριών εξαγοράς είναι ιδιαίτερος προβληματική εάν αυτό οδηγεί τους επενδυτές να υπερεκτιμούν τη ρευστότητα των περιουσιακών στοιχείων που διακρατούνται από τους επενδυτικούς οργανισμούς στους οποίους έχουν επενδύσει. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε βεβιασμένες πωλήσεις, π.χ. από μοχλευμένους επενδυτές.

Η διασφάλιση της διαρθρωτικής ευθυγράμμισης της πολιτικής εξοφλήσεων/εξαγορών ενός επενδυτικού οργανισμού ανοικτού τύπου με το προφίλ ρευστότητας των στοιχείων ενεργητικού του θα πρέπει να μειώσει τους κινδύνους που συνδέονται με βεβιασμένες πωλήσεις. Οι διαχειριστές έχουν διάφορες επιλογές όταν πραγματοποιούν μεγάλο ύψους επενδύσεις σε δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Για παράδειγμα, από την πλευρά του ενεργητικού, ο καθορισμός ορίων στο ποσοστό δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων στο οποίο μπορεί να επενδύσει ένας διαχειριστής θα βελτιώνει τις δυνατότητες εξόφλησης του διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου ακόμη και υπό συνθήκες έντασης στην αγορά. Η διασφάλιση της διαθεσιμότητας επαρκών ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων θα μειώνει το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης και τον κίνδυνο μαζικής απόσυρσης. Παράλληλα με την αντιμετώπιση υπερβολικών αναντιστοιχιών ως προς τη ρευστότητα σε επίπεδο επιμέρους αμοιβαίων κεφαλαίων, θα μειώνει επίσης την έκταση των συλλογικών πωλήσεων και τον κίνδυνο βεβιασμένων πωλήσεων. Τέλος, θα μειώνει την πιθανότητα και τη σοβαρότητα ενός γεγονότος με συστημικές διαστάσεις.

Η βελτίωση της δυνατότητας ενός επενδυτικού οργανισμού να ικανοποιεί τα αιτήματα εξαγοράς υπό συνθήκες έντασης στην αγορά επίσης μειώνει την πιθανότητα αναστολής των εξαγορών. Η ενίσχυση της διαρθρωτικής ανθεκτικότητας των επενδυτικών οργανισμών θα απέτρεπε την υπερβολική εξάρτηση από πρόσθετα εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας καθώς ένα μέρος του σχολιασμού στα ΜΜΕ αναφέρεται συγκεκριμένα σε μια δυνητική μη επιδιωκόμενη επίδραση του ίδιου του εργαλείου της αναστολής⁽¹⁾.

Από την πλευρά του παθητικού, οι διαχειριστές θα μπορούσαν να εφαρμόσουν πολιτικές εξοφλήσεων/εξαγορών και να μειώσουν τη συχνότητα των εξοφλήσεων που παρέχονται από έναν επενδυτικό οργανισμό ή/και να επιβάλουν περιόδους προειδοποίησης για τους επενδυτές που επιθυμούν να εξαγοράσουν τα μερίδιά τους από έναν επενδυτικό οργανισμό. Σε περίπτωση αφύσικων επιπέδων εκροών, ο περιορισμός των εξοφλήσεων θα έδινε στον διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου περισσότερο χρόνο για να ρευστοποιήσει περιουσιακά στοιχεία ούτως ώστε να ικανοποιήσει αιτήματα εξαγοράς. Επίσης θα έδινε περισσότερο χρόνο στην αγορά για να βρεθεί μια λύση για τις υποκείμενες ανησυχίες ή για την εξάλειψη των ανησυχιών με την πάροδο του χρόνου (όπως στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων ακινήτων στο Ηνωμένο Βασίλειο). Σε ορισμένες περιπτώσεις θα μπορούσε να δώσει τη δυνατότητα για κάποιου είδους ευρείας παρέμβασης από τις αρχές, η οποία θα μπορούσε να συμβάλει στον μετριασμό της άμεσης υποκείμενης έντασης. Στην περίπτωση των περιόδων προειδοποίησης, εάν οι επενδυτές γνωρίζουν εκ των προτέρων την προβλεπόμενη προθεσμία θα μπορούσαν ως έναν βαθμό να προγραμματίσουν τις θέσεις ρευστότητάς τους, κάτι που δεν θα ήταν εφικτό με την αναστολή των εξαγορών.

Τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας είναι ένα παράδειγμα αμοιβαίων κεφαλαίων που μπορεί να παρουσιάσουν μεγάλες αναντιστοιχίες ως προς τη ρευστότητα. Τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας κατά κανόνα επενδύουν σε δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία και είναι επιρρεπή σε σημαντικές αναντιστοιχίες ως προς τη ρευστότητα όταν η δομή τους είναι ανοικτού τύπου. Συστημικοί κίνδυνοι θα μπορούσαν να προκύψουν από έναν συνδυασμό αναντιστοιχιών ως προς τη ρευστότητα και τη χρήση μόχλευσης. Οι μεριδιούχοι που εξαγοράζουν πρόωρα τα μερίδιά τους μπορεί να ωφεληθούν από το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης, με αποτέλεσμα να προκαλέσουν μαζική απόσυρση, καθώς αυτοί οι επενδυτικοί οργανισμοί διακρατούν λίγα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία για την ικανοποίηση αιτημάτων εξαγοράς. Εξαιτίας της μόχλευσης αυτά τα αιτήματα εξαγοράς θα μπορούσαν να αναγκάσουν τον διαχειριστή να πωλήσει μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου, με τον συνεπαγόμενο αντίκτυπο στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Τελικά, αυτοί οι επενδυτικοί οργανισμοί μπορεί να εντείνουν και να μεταδώσουν τους κινδύνους στο υπόλοιπο χρηματοπιστωτικό σύστημα.⁽²⁾ Στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων ακινήτων στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι αναστολές εξαγορών συνέβαλαν στην αποφυγή ευρέων, ταχέων πωλήσεων εμπορικών ακινήτων μετά το βρετανικό δημοψήφισμα για την παραμονή στην Ευρωπαϊκή Ένωση (βλέπε Πλαίσιο 3). Ωστόσο, όπως έχει επισημάνει η Τράπεζα της Αγγλίας, εξακολουθεί να υπάρχει μια υποκείμενη ευπάθεια που θα μπορούσε να εκδηλωθεί λόγω αναντιστοιχιών προς τη ρευστότητα ανάμεσα στα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού των επενδυτικών οργανισμών. Τυχόν διαταραχές στην αγορά εμπορικών ακινήτων στο μέλλον θα μπορούσαν να προκαλέσουν κύκλους εξαγορών, αναστολών και πωλήσεων σε μειωμένες τιμές.

⁽¹⁾ Για ορισμένα παραδείγματα δυνητικών μη επιδιωκόμενων επιδράσεων που συνδέονται με τις πρόσφατες εξελίξεις στα αμοιβαία κεφάλαια ακινήτων στο Ηνωμένο Βασίλειο, βλέπε <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brex-it-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> ή <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, ημερομηνία ανάγνωσης: Νοέμβριος 2017.

⁽²⁾ Τράπεζα της Αγγλίας, Financial Stability Report, Νοέμβριος 2016.

Πλαίσιο 3: Αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας — η περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων ακινήτων στο Ηνωμένο Βασίλειο

Τα χαρακτηριστικά των αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας στην ΕΕ είναι διαφορετικά. Τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας επενδύουν κατά κανόνα σε δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία όπως ακίνητα, περιουσιακά δικαιώματα και συμμετοχές σε εταιρείες ακινήτων. Σε ορισμένες χώρες, επιτρέπονται μόνο τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας κλειστού τύπου, όπου οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να εξαγοράζουν μερίδια μόνο με προκαθορισμένη διάρκεια και, συνήθως, μόνο στην ημερομηνία λήξης του αμοιβαίου κεφαλαίου. Σε άλλες χώρες, σύμφωνα με τους κανόνες του επενδυτικού οργανισμού και τα έγγραφα των δομών ανοικτού τύπου, οι επενδυτές έχουν το δικαίωμα να καταθέτουν αιτήσεις εξαγοράς των μεριδίων τους πιο συχνά. Αυτό μπορεί να επιφέρει μεγάλης κλίμακας μετασχηματισμό της ρευστότητας, ιδίως εάν οι εν λόγω επενδυτικοί οργανισμοί προσφέρουν τη δυνατότητα εξαγοράς σε εβδομαδιαία ή ημερήσια βάση.

Χαρακτηριστικές είναι οι ανησυχίες σχετικά με τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας που εκδηλώθηκαν στο Ηνωμένο Βασίλειο μετά το δημοψήφισμα της 23ης Ιουνίου 2016 για την παραμονή της χώρας στην ΕΕ. Από τον Ιούλιο έως τον Δεκέμβριο του 2016, διάφοροι από τους 19 αδειοδοτημένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων⁽¹⁾ του Ηνωμένου Βασιλείου που επενδύουν άμεσα σε ακίνητα εφήρμοσαν κάποια μορφή ειδικών μέτρων ρευστότητας. Στην αγορά ακινήτων του Ηνωμένου Βασιλείου σημειωνόταν πτώση των τιμών και των εξοφλήσεων των επενδυτικών οργανισμών για οκτώ περίπου μήνες πριν από το δημοψήφισμα, το δε αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος να αποχωρήσει η χώρα από την ΕΕ προκάλεσε αύξηση της ζήτησης για εξαγορές εκ μέρους των επενδυτών. Περίπου 15 επενδυτικοί οργανισμοί που προσέφεραν τη δυνατότητα ημερήσιας συναλλαγής προέβλεψαν σε σωρευτικές εξοφλήσεις ύψους 4,1 % της καθαρής αξίας των στοιχείων ενεργητικού, και μάλιστα σε μία περίπτωση το ποσοστό αυτό άγγιξε το 8 %. Παράλληλα, δέκα επενδυτικοί οργανισμοί προέβλεψαν σε προσαρμογές αποτίμησης στην εύλογη αξία από 4 % έως 15 %.

Οι επενδυτικοί οργανισμοί που επηρεάστηκαν από αυτές τις εξελίξεις υιοθέτησαν διαφορετικές προσεγγίσεις όσον αφορά τη χρήση εργαλείων διαχείρισης της ρευστότητας. Την πρώτη εβδομάδα του Ιουλίου έξι επενδυτικοί οργανισμοί που πραγματοποιούσαν ημερήσιες συναλλαγές και αντιπροσώπευαν 14,6 δισεκατ. λίρες Αγγλίας περίπου ανέστειλαν τις εξαγορές (τρία από αυτά μάλιστα είχαν εφαρμόσει προσαρμογές αποτίμησης στην εύλογη αξία). Ένας επενδυτικός οργανισμός άρχισε πάλι τις συναλλαγές προβαίνοντας σε προσαρμογή για την αποτροπή της απομείωσης αξίας προκειμένου να αποτυπώνεται η χαμηλότερη τιμή στην οποία έπρεπε να πωληθεί ένας αριθμός ακινήτων γρήγορα. Οι υπόλοιποι διαχειριστές διατήρησαν την αναστολή των επενδυτικών οργανισμών που διαχειρίζονταν έως ότου έκριναν ότι υπήρχε επαρκής σαφήνεια ως προς τις αποτιμήσεις των στοιχείων ενεργητικού. Σύμφωνα με τους κανόνες της Αρχής Χρηματοπιστωτικής Συμπεριφοράς (Financial Conduct Authority - FCA) του Ηνωμένου Βασιλείου, ένας διαχειριστής αμοιβαίου κεφαλαίου πρέπει να επανεξετάζει τους λόγους που τεκμηριώνουν την αναστολή τουλάχιστον κάθε 28 ημέρες, δεν ορίζεται όμως το μέγιστο διάστημα για το οποίο μπορεί να εφαρμόζεται η αναστολή.

Η ζήτηση για εξαγορές άρχισε να επανέρχεται σε κανονικά επίπεδα από τα μέσα Ιουλίου και μετά. Όσοι επενδυτικοί οργανισμοί είχαν αναστείλει τις εξοφλήσεις άρχισαν σταδιακά και πάλι τις συναλλαγές, με τον τελευταίο να αρχίζει να διεκπεραιώνει αιτήματα εξαγοράς στα μέσα Δεκεμβρίου. Οι επενδυτικοί οργανισμοί που προσέφεραν ρευστότητα σε μηνιαία ή τριμηνιαία βάση είτε δεν έλαβαν περισσότερα από ό,τι συνήθως αιτήματα εξαγοράς είτε ήταν σε θέση να διασφαλίσουν ότι υπήρχαν επαρκή ρευστά διαθέσιμα και άλλα ρευστοποιήσιμα στοιχεία ενεργητικού για να ικανοποιήσουν τη ζήτηση.

Το εν λόγω επεισόδιο επηρέασε ορισμένους επενδυτικούς οργανισμούς μεταβλητού κεφαλαίου, δεν σημειώθηκε όμως μετάδοση αρνητικών επιδράσεων σε άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Η αναστολή των συναλλαγών επηρέασε ορισμένους επενδυτικούς οργανισμούς μεταβλητού κεφαλαίου οι οποίοι είχαν επενδύσει σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων για να ενισχύσουν την έκθεσή τους σε ακίνητα ως κατηγορία περιουσιακών στοιχείων. 59 από αυτά, με σύνολο υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού ύψους 2 δισεκατ. λιρών Αγγλίας, είχαν επενδύσει σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων που είχαν αναστείλει τις συναλλαγές. Σε ορισμένες περιπτώσεις, αυτό επηρέασε την ικανότητά τους να ικανοποιήσουν τις μη συμβατικές τους υποχρεώσεις, συμπεριλαμβανομένων των παραχωρήσεων ή μεταβιβάσεων, παρόλο που δεν υπήρχε αντίκτυπος στην καταβολή των παροχών είτε κατά τη λήξη είτε κατά τον χρόνο θανάτου των ασφαλισμένων.

Η Τράπεζα της Αγγλίας υπογράμμισε τους κινδύνους μετάδοσης δυσμενών επιδράσεων στην Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα (Financial Stability Report) που δημοσίευσε τον Ιούλιο του 2016⁽²⁾. Ωστόσο, η φύση του γεγονότος που σημειώθηκε στην αγορά μείωσε τον κίνδυνο για ενδεχόμενη συστημική επίδραση. Αυτή η διαταραχή δεν ήταν ένα πιστωτικό γεγονός ευρείας κλίμακας, αλλά κυρίως ένα γεγονός που αφορούσε συγκεκριμένα το Ηνωμένο Βασίλειο και επηρέασε τις τιμές των ακινήτων. Επιπρόσθετα, η επίδραση από τις εξοφλήσεις των επενδυτικών οργανισμών που πραγματοποιούσαν συναλλαγές σε ημερήσια βάση περιορίστηκε επιτυχώς με τη χρήση εργαλείων που διέθεταν ήδη οι εν λόγω οργανισμοί. Επιπλέον, η αξία αυτών των επενδυτικών οργανισμών που επηρεάστηκε ήταν μικρή: όσον αφορά τα υπό διαχείριση στοιχεία ενεργητικού, οι αδειοδοτημένοι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων που επενδύουν σε ακίνητα αντιπροσώπευαν περίπου το 2,7 % των επενδυτικών οργανισμών ανοικτού τύπου του Ηνωμένου Βασιλείου (949,7 δισεκατ. λίρες Αγγλίας). Συνολικά, όλοι οι επενδυτικοί οργανισμοί ανοικτού τύπου έχουν στην κατοχή τους επαγγελματικά ακίνητα αξίας 35 δισεκατ. λιρών Αγγλίας περίπου, δηλαδή μερίδιο μικρότερο του 10 % της αγοράς (683 δισεκατ. λίρες Αγγλίας).

⁽¹⁾ Πρόκειται για ΟΕΕ σύμφωνα με την οδηγία 2011/61/ΕΕ, υπόκεινται όμως σε αδειοδότηση και ρύθμιση σύμφωνα με τη νομοθεσία του Ηνωμένου Βασιλείου.

⁽²⁾ Τράπεζα της Αγγλίας, Financial Stability Report, Ιούλιος 2016.

Ένα άλλο παράδειγμα είναι όταν ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν σε τίτλους μη επενδυτικής βαθμίδας ή μη διαβαθμισμένους τίτλους, κάτι που μπορεί να προκαλέσει σημαντικές αναντιστοιχίες ως προς τη ρευστότητα. Τον Δεκέμβριο του 2015 ένα μεγάλο ομολογιακό αμοιβαίο κεφάλαιο υψηλής απόδοσης ανακοίνωσε ότι προχωρεί σε ρευστοποίηση του χαρτοφυλακίου του και σε αναστολή εξαγορών. Ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου θεώρησε ότι για να ικανοποιήσει τα αιτήματα εξαγοράς των επενδυτών, σε ένα πλαίσιο γενικής μείωσης της ρευστότητας στις αγορές τίτλων σταθερού εισοδήματος, δεν ήταν εφικτό να αντλήσει επαρκή μετρητά χωρίς να πωλήσει περιουσιακά στοιχεία σε μειωμένη τιμή, κάτι που θα σήμαινε άδικη μεταχείριση των εναπομένοντων επενδυτών. Αυτό ήταν συνέπεια της εγγενούς χαμηλής ρευστότητας των διακρατήσεων του επενδυτικού οργανισμού, όπως εταιρικά ομόλογα με διαβάθμιση CCC ή χαμηλότερη, ή μη διαβαθμισμένα εταιρικά ομόλογα (γνωστά και ως επισφαλείς τίτλοι), σε συνδυασμό με χαμηλό επίπεδο ρευστών διαθεσίμων και άλλων ρευστοποιήσιμων στοιχείων ενεργητικού.

Δεν υπάρχουν μεγάλες αναντιστοιχίες ως προς τη ρευστότητα στους περισσότερους επενδυτικούς οργανισμούς στην Ένωση. Για παράδειγμα, η συμμετοχή των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων στον μετασχηματισμό ρευστότητας θεωρείται περιορισμένη ⁽¹⁾ καθώς οι περισσότερες εισηγμένες μετοχές θεωρούνται ρευστές ακόμη και υπό συνθήκες έντασης στην αγορά. Ομοίως, τα στοιχεία για τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια φαίνεται ότι δείχνουν να υπάρχει σχέση αντιστάθμισης ανάμεσα στον μετασχηματισμό ρευστότητας και τον μετασχηματισμό ληκτότητας. ⁽¹⁾ Οι επενδυτικοί οργανισμοί που επικεντρώνονται σε δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμους εταιρικούς τίτλους γενικά επενδύουν σε τίτλους με μικρότερη από τη μέση διάρκεια, ενώ οι επενδυτικοί οργανισμοί που επενδύουν σε ευχερέστερα ρευστοποιήσιμα κρατικά ομόλογα τείνουν να επενδύουν σε πιο μακροπρόθεσμα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Ένας επενδυτικός οργανισμός που επενδύει σε μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία είναι γενικά σε θέση να τα πωλεί ανά πάσα στιγμή, ενώ ένα αμοιβαίο κεφάλαιο που επενδύει σε βραχυπρόθεσμα, δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να είναι σε θέση να ανανεώνει το χαρτοφυλάκιό του συχνά, περιορίζοντας έτσι τη συμμετοχή του στον μετασχηματισμό ρευστότητας. ⁽²⁾

Αντιθέτως, οι μεγαλύτερες αναντιστοιχίες ως προς τη ληκτότητα παρουσιάζονται σε ΟΕΕ ανοικτού τύπου που επενδύουν σε εγγενώς δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας, ειδικότερα, αντιπροσωπεύουν το 5 % των επενδυτικών οργανισμών στην Ευρώπη (658 δισεκατ. ευρώ), η πλειονότητα των οποίων είναι ανοικτού τύπου και εκτεθειμένοι σε αναντιστοιχίες ως προς τη ρευστότητα, όπως αντανακλάται στους Πίνακες 1 και 2 της επισκόπησης του σκιάδους τραπεζικού συστήματος της ΕΕ (ESRB Shadow Banking Monitor). Ο τομέας των αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας έχει γίνει πιο σημαντικός τα τελευταία χρόνια, καθώς τα υπό διαχείριση στοιχεία ενεργητικού ήταν κατά 34 % σε διάστημα διετίας (έως το δ' τρίμηνο του 2016) έναντι αύξησης κατά 19 % στον υπόλοιπο τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η επισκόπηση του σκιάδους τραπεζικού συστήματος της ΕΕ επίσης δείχνει ότι τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων (436 δισεκατ. ευρώ) συμμετέχουν στον μετασχηματισμό ρευστότητας ανάλογα με τη στρατηγική τους. Συγκριτικά, ο κλάδος των δανειοδοτικών ταμείων τώρα κάνει τα πρώτα του βήματα (26 δισεκατ. ευρώ).

Πίνακας 1

Συμμετοχή στον μετασχηματισμό ρευστότητας κατά επενδυτικό οργανισμό

Τύπος αμοιβαίου κεφαλαίου	Ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια	Αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων	Αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας	Αμοιβαία κεφάλαια εισηγμένα στο χρηματιστήριο	Ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια
	●	●	●	●	○

Χρωματικό υπόμνημα: ● = έντονη συμμετοχή ● = μέτρια συμμετοχή ● = χαμηλή συμμετοχή ○ = απίθανη ή ασήμαντη συμμετοχή

Πίνακας 2

Στοιχεία ενεργητικού επενδυτικών οργανισμών ζώνης ευρώ (τρισεκ. ευρώ)

	Δεκ-14	Ιουν-15	Δεκ-15	Ιουν-16	Δεκ-16	Μαρτ-17	Απρ-17
Ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
Αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
Μικτά αμοιβαία κεφάλαια	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

⁽¹⁾ Βλέπε ΕΣΣΚ, "EU Shadow Banking Monitor", No 2, 2017.

⁽²⁾ Βλέπε ΕΣΣΚ, "EU Shadow Banking Monitor", No 1, 2016.

	Δεκ-14	Ιουν-15	Δεκ-15	Ιουν-16	Δεκ-16	Μαρτ-17	Απρ-17
Αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
Σύνολο	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

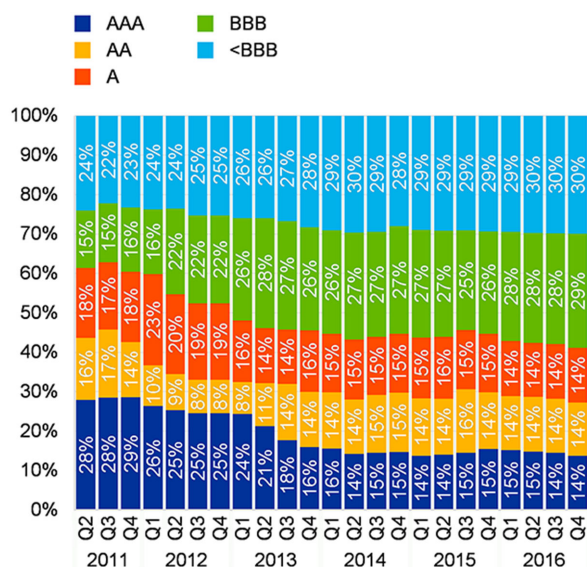
Σύμφωνα με ένα μοτίβο που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια, ορισμένα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια της Ένωσης, συμπεριλαμβανομένων των ΟΣΕΚΑ, μετατοπίζουν την κατανομή των στοιχείων ενεργητικού τους από χρεόγραφα υψηλής διαβάθμισης σε χρεόγραφα χαμηλότερης διαβάθμισης, με αποτέλεσμα την έκθεση σε μεγαλύτερες διάρκειες και μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο. Ειδικότερα, οι επενδυτικοί οργανισμοί υψηλής απόδοσης αντιπροσωπεύουν το 19 % των στοιχείων ενεργητικού των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων και, ανάλογα με διαρθρωτικούς και κυκλικούς παράγοντες που επηρεάζουν τη ρευστότητα στην αγορά, όπως προαναφέρθηκε, δεν μπορεί να αποκλειστεί το ενδεχόμενο οι επενδυτικοί οργανισμοί τελικά να εκτεθούν σε αναντιστοιχίες ως προς τη ρευστότητα, τουλάχιστον προσωρινά. Ωστόσο, ελλείψει εναρμονισμένων στοιχείων σε επίπεδο Ένωσης, είναι δύσκολο να μετρηθεί η σημαντικότητα αυτού του θέματος και η δυνητική συμβολή των ΟΣΕΚΑ στους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα (βλέπε Πλαίσιο 4).

Πλαίσιο 4: Δυνητική έκθεση των ΟΣΕΚΑ σε αναντιστοιχίες ως προς τη ρευστότητα

Η οδηγία 2007/16/ΕΚ απαιτεί από τους ΟΣΕΚΑ να επενδύουν πρωτίστως σε ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Ωστόσο, η ρευστότητα ορισμένων επιλέξιμων περιουσιακών στοιχείων θα μπορούσε να μειωθεί υπό συνθήκες έντασης στην αγορά, εκθέτοντας προσωρινά τους ΟΣΕΚΑ σε αναντιστοιχίες ως προς τη ρευστότητα. Αυτό ισχύει ιδιαιτέρως για τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια υψηλής απόδοσης. Σε αυτό το πλαίσιο, ο IOSCO ανακοίνωσε πρόσφατα την έναρξη διαδικασίας διαβούλευσης σχετικά με το κατά πόσον τα αμοιβαία κεφάλαια, συμπεριλαμβανομένων των ΟΣΕΚΑ, θα πρέπει να διαθέτουν πρόσθετους μηχανισμούς για τη διαχείριση της ρευστότητας. (1)

Ενωσιακά ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια: μέση διαβάθμιση διακρατήσεων αμοιβαίων κεφαλαίων

(ποσοστό συνολικών στοιχείων ενεργητικού, τελευταία παρατήρηση: δ' τρίμηνο 2016)



Πηγές: Thomson Reuters Lipper, EAKAA και Standard & Poor's.

Σύμφωνα με ένα κοινό μοτίβο που παρατηρείται από το 2009, ορισμένα ενωσιακά ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια μετατοπίζουν την κατανομή των στοιχείων ενεργητικού τους από χρεόγραφα υψηλής διαβάθμισης σε χρεόγραφα χαμηλότερης διαβάθμισης, αυξάνοντας παράλληλα τη διάρκεια των χαρτοφυλακίων τους. Παρότι αυτή η μετατόπιση στην επενδυτική συμπεριφορά επιβραδύνθηκε τα τελευταία χρόνια, εξακολουθεί να σημαίνει ότι τα εν λόγω αμοιβαία κεφάλαια είναι πλέον περισσότερο εκτεθειμένα σε μεταβολές των αποδόσεων των ομολόγων. Τα λιγότερο ρευστοποιήσιμα χαρτοφυλάκια και η μειωμένη διακράτηση μετρητών θα μπορούσαν να δυσχεράνουν την ανακατανομή των χαρτοφυλακίων των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων μετά από αιτήματα υψηλόποσων εξαγορών, δηλαδή καθίσταται δυσκολότερη η ανακατανομή χωρίς να μεταδοθούν επιδράσεις στις αγορές ομολόγων.

Παρά την ύπαρξη στοιχείων σχετικά με αυξημένη ανάληψη κινδύνου σε ένα περιβάλλον μειωμένης ρευστότητας στις αγορές ομολόγων (2), η έλλειψη λεπτομερών πληροφοριών σχετικά με τα στοιχεία ενεργητικού (π.χ. ρευστότητα) και παθητικού των ΟΣΕΚΑ σημαίνει ότι ο κίνδυνος διατάραξης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας δεν μπορεί να αξιολογηθεί διεξοδικά. Οι απαιτήσεις σχετικά με την παροχή στοιχείων από τις εταιρείες διαχείρισης των ΟΣΕΚΑ, όπως προβλέπεται στη Σύσταση Δ, είναι αναγκαίες για την αξιολόγηση της σημαντικότητας αυτού του κινδύνου. Αυτό συνεπάγεται τη συλλογή και ανταλλαγή λεπτομερών και εναρμονισμένων στοιχείων. Ωστόσο, εάν υπάρχουν αναλυτικά στοιχεία που να δείχνουν ότι τμήματα του τομέα των ΟΣΕΚΑ είναι εκτεθειμένα σε σημαντικές αναντιστοιχίες ως προς τη ρευστότητα, μπορεί να είναι αναγκαίο να επανεξεταστεί το πεδίο εφαρμογής της Σύστασης Β ώστε να περιλαμβάνει συγκεκριμένα προϊόντα ΟΣΕΚΑ.

(1) IOSCO, "Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration", Consultation report, Ιούλιος 2017.

(2) BIS, "Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments", 2015.

Σύμφωνα με τη σύσταση του ΣΧΣ⁽¹⁾, τα στοιχεία ενεργητικού των επενδυτικών οργανισμών και οι επενδυτικές στρατηγικές τους θα πρέπει να είναι συμβατά με τους όρους και τις προϋποθέσεις που διέπουν την εξαγορά μεριδίων επενδυτικών οργανισμών τόσο κατά τη σύσταση του οργανισμού όσο και σε συνεχή βάση (για νέους και υπάρχοντες επενδυτικούς οργανισμούς). Σε αυτό θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η αναμενόμενη ρευστότητα των στοιχείων ενεργητικού και η επενδυτική συμπεριφορά υπό κανονικές συνθήκες και υπό συνθήκες έντασης στην αγορά.

Τυχόν πρόσθετες διατάξεις σε αυτόν τον τομέα αναμένεται να είναι συμβατές με το υπάρχον πλαίσιο δυνάμει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ, η οποία ήδη απαιτεί την ευθυγράμμιση της επενδυτικής στρατηγικής, του προφίλ ρευστότητας και της πολιτικής εξοφλήσεων των επενδυτικών οργανισμών και καθορίζει κατάλληλα όρια διαχείρισης ρευστότητας και ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων. Ειδικότερα, σύμφωνα με το ισχύον κανονιστικό καθεστώς, οι διαχειριστές ΟΕΕ θα πρέπει να είναι σε θέση να αποδεικνύουν στις οικείες ΕΑΑ ότι διαθέτουν κατάλληλα συστήματα διαχείρισης ρευστότητας και αποτελεσματικές διαδικασίες. Ωστόσο, σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία, το ΕΣΣΚ έχει παρατηρήσει ότι ορισμένοι ΟΕΕ εξακολουθούν να συμμετέχουν έντονα στον μετασχηματισμό ρευστότητας.⁽²⁾ Κατά συνέπεια, αν οι ως άνω αποδείξεις καταστούν υποχρεωτικές για τους επενδυτικούς οργανισμούς που επενδύουν σε δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, αυτό θα συμβάλει στην επίτευξη των στόχων της οδηγίας 2011/61/ΕΕ μέσω της διασφάλισης μιας πιο συνεπούς εφαρμογής της οδηγίας. Θα προωθήσει τη χρήση συγκεκριμένων μέτρων από τους επενδυτικούς οργανισμούς που επενδύουν σε δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, π.χ. τη χρήση εσωτερικών ορίων για δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία.

Ο σημαντικός μετασχηματισμός ρευστότητας θα πρέπει να αποφεύγεται. Ορισμένα κράτη μέλη έχουν ενσωματώσει ειδικά καθεστώτα στο εθνικό νομικό πλαίσιο για να προσδιορίσουν τις συνθήκες υπό τις οποίες οι ΟΕΕ μπορούν να διαχειρίζονται περιουσιακά στοιχεία τα οποία θεωρούνται δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα, όπως τα ακίνητα και τα δάνεια. Στη γνωμοδότησή της προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο και την Επιτροπή⁽³⁾, η ΕΑΚΑΑ υποστήριξε ότι οι ΟΕΕ που χορηγούν δάνεια θα πρέπει να είναι επενδυτικοί οργανισμοί κλειστού τύπου χωρίς το δικαίωμα εξόφλησης μεριδίων σε τακτική βάση. Άλλες χώρες έχουν υιοθετήσει διαρθρωτικά μέτρα για την εξάλειψη του κινδύνου βεβιασμένων πωλήσεων που προκύπτει από μαζικά αιτήματα εξαγοράς μεριδίων. Για παράδειγμα, εάν ένα μη αμελητέο μέρος του χαρτοφυλακίου δεν είναι ευχερώς ρευστοποιήσιμο, η μορφή κλειστού τύπου είναι αναγκαία λόγω του εγγενούς χαρακτήρα των περιουσιακών στοιχείων που διακρατούνται από οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Η επιλογή της υποβολής αιτήματος εξαγοράς κατά τη διάρκεια ζωής του ΟΕΕ θα πρέπει να παρέχεται από τον διαχειριστή στους επενδυτές μόνο εφόσον πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις. Αυτό θα πρέπει να γίνεται ανά προκαθορισμένα χρονικά διαστήματα, π.χ. όπως ορίζεται στον κανονισμό (ΕΕ) 2015/760 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου⁽⁴⁾.

Με την παρούσα σύσταση προτείνεται στην ΕΑΚΑΑ να καταρτίσει κατάλογο των εγγενώς δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων. Επί του παρόντος δεν υπάρχει ορισμός των ρευστοποιήσιμων ή των δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων στους κανονισμούς (βλέπε Πλαίσιο 5), αν και ο στόχος δεν είναι να προταθεί ένας τέτοιος ορισμός, αλλά να προωθηθεί μια συνεπής προσέγγιση όσον αφορά την εφαρμογή των προαναφερθεισών διατάξεων της οδηγίας 2011/61/ΕΕ. Με τον όρο «δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα» επίσης αναγνωρίζεται το γεγονός ότι τα περιουσιακά στοιχεία σπαινωώς είναι, ή δεν είναι ποτέ συνολικά, μη ρευστοποιήσιμα.

Λόγω της ανάγκης να υπάρχει συνέπεια σε διατομεακό επίπεδο, η ΕΑΚΑΑ αναμένεται να διαβουλευθεί με την ΕΑΤ και την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΑΑΕΣ) κατά την κατάρτιση του καταλόγου. Ο χαρακτηρισμός, από οποιαδήποτε ρυθμιστική αρχή, ενός περιουσιακού στοιχείου ως ρευστοποιήσιμου ή δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμου στέλνει ένα μήνυμα στους συμμετέχοντες στην αγορά. Επιπλέον, ανεξαρτήτως ποιος πωλεί το περιουσιακό στοιχείο (εντός ρυθμιστικού πλαισίου, εκτός ρυθμιστικού πλαισίου, τράπεζα ή μη τραπεζικός οργανισμός), η σύνθεση των αγοραστών είναι σε γενικές γραμμές η ίδια υπό συνθήκες έντασης στην αγορά. Κατά συνέπεια, είναι επιθυμητή η συνέπεια των κανονιστικών προσεγγίσεων.⁽⁵⁾

Ο κατάλογος των εγγενώς δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων θα πρέπει να περιλαμβάνει τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία δεν μπορούν εύκολα και γρήγορα να μετατραπούν σε μετρητά με μικρή απώλεια αξίας υπό συνθήκες έντασης στην αγορά. Η ανάλυση της ρευστότητας των περιουσιακών στοιχείων θα πρέπει να περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, τον χρόνο που απαιτείται για τη ρευστοποίηση αυτών υπό συνθήκες έντασης στην αγορά χωρίς μεγάλη έκπτωση. Κατά την κατάρτιση αυτού του καταλόγου, η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει, ειδικότερα, να λάβει υπόψη την ακίνητη περιουσία, τους μη εισηγμένους τίτλους (συμπεριλαμβανομένων των μετοχών του ιδιωτικού τομέα), τα δάνεια και άλλα εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία. Τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία, υπό κανονικές συνθήκες στην αγορά, μπορούν να πωληθούν χωρίς μεγάλη έκπτωση δεν θα πρέπει να είναι στον κατάλογο, καθώς αυτή η σύσταση αποσκοπεί στην αντιμετώπιση των διαρθρωτικών ζητημάτων που τίθενται από εγγενώς δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία.

⁽¹⁾ Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, “Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities”, Ιανουάριος 2017.

⁽²⁾ Βλέπε ΕΣΣΚ, “EU Shadow Banking Monitor”, Νοέμβριος 2017.

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

⁽⁴⁾ Κανονισμός (ΕΕ) 2015/760 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 29ης Απριλίου 2015, σχετικά με τα ευρωπαϊκά μακροπρόθεσμα επενδυτικά κεφάλαια (ΕΕ L 123 της 19.5.2015, σ. 98).

⁽⁵⁾ Η ανάγκη για συνεργασία μεταξύ των ρυθμιστικών αρχών σε τέτοια θέματα φαίνεται ότι αναγνωρίζεται πλήρως (π.χ. άρθρο 46 παράγραφος 4 και άρθρο 11 παράγραφος 15 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 646/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4ης Ιουλίου 2012, για τα εξωχρηματοπιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών (ΕΕ L 201 της 27.7.2012, σ. 1), όπου ορίζονται τεχνικές μετριασμού των κινδύνων για συμβάσεις εξωχρηματοπιστηριακών παραγώγων που δεν έχουν εκκαθαριστεί από συστήματα εκκαθάρισης μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου.

Σε περιπτώσεις όπου ένας επενδυτικός οργανισμός επιτρέπει την έκθεση σε δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, ο διαχειριστής του μπορεί να έχει τη δυνατότητα να εφαρμόσει διατάξεις για την αντιμετώπιση του κινδύνου ρευστότητας. ⁽¹⁾ Οι διαχειριστές θα πρέπει τότε να αποδεικνύουν στις αρμόδιες ΕΑΑ, τόσο κατά τη σύσταση του επενδυτικού οργανισμού όσο και σε συνεχή βάση (δηλαδή στη διάρκεια της διαδικασίας έγκρισης και/ή κατόπιν της έγκρισης για επενδυτικούς οργανισμούς οι οποίοι υπόκεινται σε διαδικασία έγκρισης), ότι μπορούν να διατηρήσουν την επενδυτική τους στρατηγική υπό οποιεσδήποτε προβλέψιμες συνθήκες στην αγορά. Έχοντας λάβει υπόψη κάθε κανονισμό που ισχύει για τον επενδυτικό οργανισμό και ακολουθώντας την επενδυτική τους πολιτική, οι διαχειριστές έχουν στη διάθεσή τους διάφορους τρόπους να διασφαλίσουν τη συνέπεια ανάμεσα στην επενδυτική τους στρατηγική και το προφίλ ρευστότητας του επενδυτικού οργανισμού, τόσο κατά τη φάση του σχεδιασμού όσο και σε συνεχή βάση. ⁽¹⁾ Σε αυτούς περιλαμβάνονται, μεταξύ άλλων:

- ο τύπος του επενδυτικού οργανισμού (π.χ. επενδυτικός οργανισμός κλειστού τύπου, ευρωπαϊκό μακροπρόθεσμο επενδυτικό κεφάλαιο),
- οι πολιτικές εξοφλήσεων/εξαγορών,
- η επενδυτική πολιτική, συμπεριλαμβανομένων των εσωτερικών ορίων για περιουσιακά στοιχεία που περιλαμβάνονται στον κατάλογο, των αποτελούμενων από ρευστά διαθέσιμα αποθεματικών ασφαλείας, της διαφοροποίησης (εκθέσεων ή αντισυμβαλλομένων) και των ορίων όσον αφορά το μέγεθος του επενδυτικού οργανισμού σε σχέση με την υποκείμενη αγορά,
- η εφαρμογή πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας,
- οι διαδικασίες διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας, συμπεριλαμβανομένων, για παράδειγμα, του καθορισμού σχετικών ορίων, της ταξινόμησης των στοιχείων ενεργητικού σε κατηγορίες ρευστότητας, της παρακολούθησης της συγκέντρωσης των επενδυτών και των αναμενόμενων εξελίξεων όσον αφορά τα αιτήματα εξαγορών.

Η χρήση εσωτερικών ορίων, ειδικότερα, θα πρέπει να γνωστοποιείται στις ΕΑΑ κατά τη σύσταση των σχετικών επενδυτικών οργανισμών, όπως επίσης θα πρέπει να γνωστοποιούνται τυχόν μεταβολές των ορίων. Όλα τα στοιχεία σχετικά με τη χρήση εσωτερικών ορίων θα πρέπει να είναι διαθέσιμα σε περίπτωση που ζητηθούν από τις εποπτικές αρχές. Η ενημέρωση των επενδυτών θα πρέπει να γίνεται σύμφωνα με την καθοδήγηση την οποία αναμένεται να αναπτύξει η ΕΑΚΑΑ.

Σε ορισμένες περιπτώσεις, μπορεί να είναι υπερβολικά δύσκολο, ειδικά για διαχειριστές μικρών αμοιβαίων κεφαλαίων, να δείχνουν ότι μπορούν να εμμείνουν στις επενδυτικές στρατηγικές των επενδυτικών οργανισμών. Ως εκ τούτου, θα πρέπει οι ΕΑΑ να έχουν κάποια διακριτική ευχέρεια όσον αφορά τον σχεδιασμό ενός μηχανισμού που θα επιτρέπει στους διαχειριστές ΟΕΕ να δείχνουν ότι μπορούν να εμμείνουν στις επενδυτικές στρατηγικές των επενδυτικών οργανισμών. Η αξιολόγηση της ΕΑΑ θα μπορούσε, για παράδειγμα, να λαμβάνει υπόψη τα αποτελέσματα των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων.

Δεν υπάρχει ενιαίος ορισμός της ρευστότητας της αγοράς στη νομοθεσία σε επίπεδο ΕΕ ώστε να αποτελέσει τη βάση για την κατάρτιση καταλόγου δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων. Κάθε νομική πράξη προσεγγίζει το ζήτημα της ρευστότητας με διαφορετικό τρόπο, ανάλογα με τον σκοπό της (βλέπε Πλαίσιο 5). Ένα παράδειγμα προσεγγίσεων που ακολουθούνται σε εθνικό επίπεδο δίδεται στο έγγραφο διαβούλευσης της FCA σχετικά με τα μη ευχερώς ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία και τους επενδυτικούς οργανισμούς ανοικτού τύπου ⁽²⁾, όπου προσδιορίζονται διάφορα κοινά χαρακτηριστικά των μη ευχερώς ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων:

- δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά,
- μπορεί να υπάρχει σημαντική ανισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης,
- είναι πιθανόν να χρειαστεί χρόνος ούτως ώστε ο αγοραστής και ο πωλητής να διαπραγματευτούν την τιμή και τους λοιπούς όρους της συναλλαγής,
- η αποτίμηση του περιουσιακού στοιχείου είναι σύνθετη διαδικασία,
- τα υλικά περιουσιακά στοιχεία συνήθως αγοράζονται και πωλούνται στο σύνολό τους,
- λόγω αυτών των παραγόντων, καθώς και λόγω άλλων πιθανών επιπλοκών όπως περιορισμοί στην ελεύθερη μεταβίβαση τίτλου, οι συναλλαγές συχνά χρειάζονται πολύ χρόνο για να ολοκληρωθούν.

Πλαίσιο 5: Η ρευστότητα στην ενωσιακή νομοθεσία

Η οδηγία 2007/16/ΕΚ σχετικά με επιλέξιμα στοιχεία ενεργητικού απαιτεί από τους ΟΣΕΚΑ να επενδύουν πρωτίτως σε ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία και θεσπίζει συγκεκριμένους κανόνες που καλύπτουν την επιλεξιμότητα κινητών αξιών, μέσω χρηματαγοράς και παραγώγων. Γενικά, οι κινητές αξίες και τα μέσα χρηματαγοράς μπορούν να θεωρούνται ευχερώς ρευστοποιήσιμα εφόσον είναι εισηγμένα ή αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά. Τα δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία δεν ορίζονται ρητώς, αλλά θεωρούνται μη επιλέξιμες επενδύσεις δυνάμει της οδηγίας 2009/65/ΕΚ. Αυτό ισχύει ιδιαιτέρως για υλικά εμπορεύματα και ακίνητα.

⁽¹⁾ IOSCO, "Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration", Consultation report, Ιούλιος 2017.

⁽²⁾ FCA, "Illiquid assets and open-ended investment funds" discussion paper (DP 17/1), Φεβρουάριος 2017.

Η έννοια της ρευστότητας αναφέρεται σε διάφορες άλλες νομικές πράξεις της Ένωσης, οι οποίες παρατίθενται παρακάτω.

- Ο κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 909/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου ⁽¹⁾ ορίζει ότι τα κεντρικά αποθετήρια αξιών (ΚΑΤ) πρέπει να επενδύουν σε χρήμα ή σε άκρως ρευστοποιήσιμα χρηματοπιστωτικά μέσα με ελάχιστο κίνδυνο αγοράς και πιστωτικό κίνδυνο. Ωστόσο, ο κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 909/2014 δεν ορίζει ρητώς τη ρευστότητα. Αντ' αυτού, συστήνει η ΕΑΚΑΑ, η ΕΑΤ και το ΕΣΚΤ να αναπτύξουν σχέδια ρυθμιστικών τεχνικών προτύπων που θα περιγράφουν λεπτομερώς τα χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία μπορούν να θεωρούνται άκρως ρευστοποιήσιμα.
- Ο κανονισμός (ΕΕ) 2017/1131 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου ⁽²⁾ για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς περιλαμβάνει όρια ρευστότητας για στοιχεία ενεργητικού τα οποία μπορεί να θεωρηθεί ότι παρέχουν ημερήσια και εβδομαδιαία ρευστότητα, αν και η ρευστότητα δεν ορίζεται ρητώς. Ο κανονισμός (ΕΕ) 2017/1131 βασίζεται στο σκεπτικό ότι η σύντομη διάρκεια των στοιχείων ενεργητικού συμβάλλει στη διασφάλιση ότι οι επενδυτές θα πάρουν πίσω τα χρήματά τους.
- Η οδηγία 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου ⁽³⁾ περιλαμβάνει αναλύσεις σχετικά με τη μεθοδολογία που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της ρευστότητας περιουσιακών στοιχείων εκτός μετοχών, π.χ. ομολόγων. Η ΕΑΚΑΑ εξετάζει δύο εναλλακτικές μεθόδους για τον υπολογισμό της ρευστότητας: την προσέγγιση ανά μέσο (instrument-by-instrument approach - IBIA) και την προσέγγιση βάσει των κατηγοριών χρηματοοικονομικών μέσων (categories of financial instruments approach - COFIA). Η ΕΑΚΑΑ τελικά υιοθέτησε την προσέγγιση κατά μέσο στο σχέδιο του ρυθμιστικού τεχνικού προτύπου για τον υπολογισμό της ρευστότητας των ομολόγων.
- Ο κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 575/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου ⁽⁴⁾ ορίζει ως ρευστοποιήσιμα στοιχεία ενεργητικού για τους σκοπούς των αποθεμάτων ασφαλείας των πιστωτικών ιδρυμάτων μόνο τα ελεύθερα μεταβιβάσιμα στοιχεία ενεργητικού που μπορούν να μετατραπούν γρήγορα σε μετρητά σε ιδιωτικές αγορές και χωρίς σημαντική απώλεια της αξίας. Ο κανονισμός κάνει διάκριση μεταξύ των στοιχείων ενεργητικού εξαιρετικά υψηλής ρευστότητας και πιστωτικής ποιότητας (στοιχεία ενεργητικού επιπέδου 1) και των στοιχείων ενεργητικού υψηλής ρευστότητας και πιστωτικής ποιότητας (στοιχεία ενεργητικού επιπέδου 2). Τα στοιχεία ενεργητικού επιπέδου 1 περιλαμβάνουν τα μετρητά, τις καταθέσεις στην κεντρική τράπεζα, ομόλογα με κρατικές ή ενωσιακές εγγυήσεις και καλυμμένα ομόλογα που πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις. Τα στοιχεία ενεργητικού επιπέδου 2 περιλαμβάνουν κρατικά ομόλογα τρίτων χωρών και ομόλογα που εκδίδονται από φορείς του δημόσιου τομέα, καθώς και καλυμμένα και εταιρικά ομόλογα βάσει της πιστωτικής ποιότητάς τους. Επίσης περιλαμβάνουν υψηλής ποιότητας τιτλοποιήσεις και μετοχές που συνυπολογίζονται σε μείζονα χρηματιστηριακό δείκτη.

Η προσέγγιση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (Securities and Exchange Commission – SEC) μπορεί να αποτελέσει χρήσιμη βάση για την ανάπτυξη μιας ενωσιακής μεθοδολογίας για την αξιολόγηση της ρευστότητας και την κατάρτιση καταλόγου δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων. Η προσέγγιση της SEC δεν ορίζει τα μη ευχερώς ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία με απόλυτους όρους, αλλά συνυπολογίζεται και το μέγεθος (π.χ. τα στοιχεία ενεργητικού των επενδυτικών οργανισμών). Βλέπε Πλαίσιο 6 παρακάτω.

Πλαίσιο 6: Ο σύνθετος δείκτης ρευστότητας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ

Η SEC αντιμετώπισε το ζήτημα της ρευστότητας σε πρόσφατη απόφαση ⁽⁵⁾ με την οποία εισήγαγε μεταβολές όσον αφορά την ενημέρωση σχετικά με τον κίνδυνο ρευστότητας από επενδυτικούς οργανισμούς ανοικτού τύπου. Η απόφαση παρουσιάζει ένα νέο σύστημα ταξινόμησης της ρευστότητας το οποίο προσδιορίζει τη ρευστότητα μιας επένδυσης με βάση τον αριθμό των ημερών που χρειάζονται για να μετατραπεί η επένδυση σε μετρητά χωρίς να μεταβληθεί σημαντικά η αγοραία αξία της. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τη SEC, η ταξινόμηση μιας επένδυσης ως μη ευχερώς ρευστοποιήσιμης υποδηλώνει ότι ο επενδυτικός οργανισμός δεν μπορεί εύλογα να αναμένει να πωλήσει την επένδυση εντός επτά ημερολογιακών ημερών χωρίς σημαντική μείωση της αγοραίας αξίας της. Επιπλέον, η SEC απαιτεί από τους επενδυτικούς οργανισμούς, όταν εξετάζουν κατά πόσον μια επένδυση είναι ευχερώς ή μη ευχερώς ρευστοποιήσιμη, να λαμβάνουν υπόψη το ύψος των θέσεών τους, καθώς και το βάθος της αντίστοιχης αγοράς.

Η απόφαση της SEC απαιτεί από τους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων να αξιολογούν και να επανεξετάζουν τον κίνδυνο ρευστότητάς τους τουλάχιστον ετησίως, με βάση σειρά παραγόντων: στρατηγική, ταμειακές ροές, ρευστά διαθέσιμα, και ζητήματα που συνδέονται με τα επενδυτικά κεφάλαια που είναι εισηγμένα στο χρηματιστήριο. Το σκεπτικό για τη διενέργεια αυτής της επανεξέτασης είναι ότι η SEC ανησυχεί ότι μια λύση με τυποποιημένες επιλογές θα μπορούσε να οδηγήσει σε έναν τρόπο αξιολόγησης της ρευστότητας ο οποίος δεν αντανάκλα αληθινά την ικανότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου να πωλήσει το χαρτοφυλάκιό του (ή μέρος αυτού) για να καλύψει αιτήματα εξαγοράς χωρίς να επηρεαστεί η αγορά.

⁽¹⁾ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 909/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 23ης Ιουλίου 2014, σχετικά με τη βελτίωση του διακανονισμού αξιογράφων στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων και για την τροποποίηση των οδηγιών 98/26/ΕΚ και 2014/65/ΕΕ και του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 236/2012 (ΕΕ L 257 της 28.8.2014, σ. 1).

⁽²⁾ Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1131 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2017, για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (ΕΕ L 169 της 30.6.2017, σ. 8).

⁽³⁾ Οδηγία 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Μαΐου 2014, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/ΕΚ και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ (ΕΕ L 173 της 12.6.2014, σ. 349).

⁽⁴⁾ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 575/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013, σχετικά με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις επενδύσεων και την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 (ΕΕ L 176 της 27.6.2013, σ. 1).

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

Επιπλέον, η SEC απαιτεί από τους επενδυτικούς οργανισμούς να λαμβάνουν υπόψη παραμέτρους που αφορούν την αγορά, τις συναλλαγές ή συγκεκριμένες επενδύσεις, όταν αξιολογούν τη ρευστότητα του χαρτοφυλακίου επενδύσεών τους, αν και δεν παρέχει λεπτομέρειες για αυτές τις παραμέτρους.

Η συχνότητα συναλλαγής τείνει, για παράδειγμα, να είναι χαμηλή για ορισμένους τίτλους σταθερού εισοδήματος. Αυτό, ωστόσο, δεν σημαίνει απαραίτητα ότι ένας τίτλος δεν είναι ευχερώς ρευστοποιήσιμος και ο επενδυτικός οργανισμός μπορεί να είναι ακόμη σε θέση να τον πωλήσει σχετικά γρήγορα. Πιο αξιόπιστες εκτιμήσεις μπορούν να προκύψουν από την αξιολόγηση του εύρους των δεικτών που προτείνει η SEC ⁽¹⁾. Τέτοιου τύπου σύνθετοι δείκτες ρευστότητας θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν παράγοντες που βασίζονται στα χαρακτηριστικά του εκάστοτε τίτλου από την άποψη των στοιχείων ενεργητικού, της αγοράς και του χαρτοφυλακίου, όπως παρουσιάζεται λεπτομερώς παρακάτω.

- Οι παράγοντες που συνδέονται με τα στοιχεία ενεργητικού βασίζονται στη διάρθρωση του εκάστοτε περιουσιακού στοιχείου. Όσο δυσκολότερη είναι η αποτίμηση ενός τίτλου και όσο λιγότερο συμμορφώνεται με τα πρότυπα, τόσο δυσχεραίνεται η ρευστοποίησή του. Επιπλέον, όσον αφορά προϊόντα σταθερού εισοδήματος, παράμετροι όπως η διάρκεια, η διαβάθμιση και η ημερομηνία έκδοσης μπορεί να επηρεάζουν τη ρευστότητα.
- Οι παράγοντες που συνδέονται με την αγορά αφορούν την έκδοση και τη δευτερογενή αγορά του εκάστοτε τίτλου. Κατά κανόνα, όσο μεγαλώνει ο αριθμός των αγορών στις οποίες ο εκάστοτε τίτλος μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο συναλλαγής τόσο δυσχεραίνεται η ρευστοποίησή του. Οι παράγοντες που συνδέονται με την ποιότητα της αγοράς επίσης περιλαμβάνουν τον αριθμό, τη διαφοροποίηση και την ποιότητα των συμμετεχόντων στην εκάστοτε αγορά. Μπορεί επίσης να συνδέονται με το κόστος συναλλαγής σε αυτές τις αγορές και να εξαρτώνται από το κόστος ρευστοποίησης το οποίο μπορεί να συνδέεται με τη λειτουργία σε διαφορετική χώρα και σε διαφορετικό νόμισμα.
- Οι παράγοντες που συνδέονται με τις συναλλαγές είναι δείκτες που αφορούν την τιμή και τον όγκο των συναλλαγών του εκάστοτε τίτλου. Οι διαφορές ανάμεσα στην τιμή προσφοράς και τη ζητούμενη τιμή, καθώς και ο όγκος και η συχνότητα των συναλλαγών, μπορούν επίσης να χρησιμοποιηθούν για τη μέτρηση της δυνητικής δυσχέρειας ρευστοποίησης. Τα ιστορικά στοιχεία για τον όγκο μπορούν, για παράδειγμα, να παράσχουν μια εκτίμηση του μέγιστου όγκου που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αξιολόγηση του αντίκτυπου που θα έχει στην αγορά η εκάστοτε συναλλαγή.
- Οι παράγοντες που συνδέονται με τα χαρτοφυλάκια είναι μετρήσεις που αφορούν συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια. Οι επενδυτικοί οργανισμοί θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη το ύψος της θέσης τους σε σχέση με τον καθημερινό όγκο συναλλαγών και ανεξόφλητων υπολοίπων. Ωστόσο, θα πρέπει επίσης να εξετάζουν τη διασύνδεση των εκάστοτε περιουσιακών στοιχείων με άλλα περιουσιακά στοιχεία του χαρτοφυλακίου (π.χ. παράγωγα). Τέλος, η δυσχέρεια ρευστοποίησης μπορεί επίσης να συνδέεται με την ομαδοποίηση θέσεων χαρτοφυλακίου, η οποία μπορεί να αυξήσει την εν λόγω δυσχέρεια εάν όλα τα περιουσιακά στοιχεία του επενδυτικού οργανισμού είναι παρόμοια και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην ίδια αγορά.

Καθώς η προσέγγιση της SEC μπορεί να αποτελέσει χρήσιμη βάση για μια μελλοντική ευρωπαϊκή περιγραφή σχετικά με τη δυσχέρεια ρευστοποίησης τίτλων, μπορεί να είναι επιθυμητή η ευθυγράμμιση της προσέγγισης της Ένωσης με αυτήν την προσέγγιση. Από την άποψη της πολιτικής, η ευθυγράμμιση θα είχε και ένα πρόσθετο όφελος καθώς, εάν τα πλαίσια της ΕΕ και των ΗΠΑ ήταν σε γενικές γραμμές παρόμοια, αυτό θα συνιστούσε ένα αποτελεσματικό παγκόσμιο πρότυπο για την αξιολόγηση της δυσχέρειας ρευστοποίησης ενός τίτλου στους επενδυτικούς οργανισμούς.

II.2.2 Μη επιδιωκόμενες επιδράσεις

Από την πλευρά του ενεργητικού, η εφαρμογή εσωτερικών ορίων από τους διαχειριστές δεν θα εξάλειφε τελείως το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης. Οι μεριδιούχοι που επιθυμούν πρόωγη εξαγορά των μεριδίων τους μπορεί να εξακολουθήσουν να επιθυμούν να πάρουν ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία προκειμένου να αποφύγουν να εγκλωβιστούν σε έναν επενδυτικό οργανισμό με μη ευχερώς ρευστοποιήσιμα στοιχεία ενεργητικού. Ωστόσο, στον βαθμό που η διαθεσιμότητα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων θα αυξήσει την εμπιστοσύνη στη δυνατότητα του επενδυτικού οργανισμού να ικανοποιεί αιτήματα εξαγοράς, ο κίνδυνος μαζικών αποσύρσεων θα πρέπει να μειωθεί συνολικά.

Η εφαρμογή εσωτερικού ορίου θα μπορούσε να περιορίσει χωρίς λόγο τη δυνατότητα του διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου να χρησιμοποιεί τα ρευστά διαθέσιμα για την ικανοποίηση αιτημάτων εξαγοράς. Αυτό ισχύει, για παράδειγμα, όταν ο διαχειριστής δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει ρευστά διαθέσιμα χωρίς να παραβιάσει το εσωτερικό όριο. Ωστόσο, είναι εφικτός ο ποιοτικός προσδιορισμός της σημαντικότητας αυτού του ζητήματος. Στο πλαίσιο της οδηγίας 2011/61/ΕΕ, η υπέρβαση ορίου μπορεί να μην απαιτεί από μόνη της την ανάληψη δράσης από τον διαχειριστή του ΟΕΕ καθώς αυτό εξαρτάται από τα εκάστοτε γεγονότα και περιστάσεις, καθώς και από τα επίπεδα ανοχής που έχει θέσει ο διαχειριστής. Σε αυτά προβλέπονται σημεία ενεργοποίησης συνεχούς παρακολούθησης ή διορθωτικών ενεργειών, ανάλογα με τις εκάστοτε περιστάσεις.

⁽¹⁾ Στο έγγραφο της SEC παρατίθενται εννέα παράγοντες για την ταξινόμηση των θέσεων χαρτοφυλακίου ως προς ένα συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο.

Η χειρότερη δυνατή εκδοχή θα ήταν η προσθήκη ενός περιουσιακού στοιχείου στον κατάλογο να συμβαδίζει με τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου και να προκαλέσει την πώληση του στοιχείου και κατάρρευση τιμών. Ο διαχειριστής μπορεί να χρειάζεται να πωλήσει το περιουσιακό στοιχείο προκειμένου να συμμορφωθεί με νέα εσωτερικά όρια ή μπορεί να αναμένει αρνητική αντίδραση από τους επενδυτές, με αποτέλεσμα να προκαλέσει ακριβώς εκείνο το ζήτημα το οποίο υποτίθεται ότι καλείται να αντιμετωπίσει ο κατάλογος. Ομοίως, ο στιγματισμός ενός περιουσιακού στοιχείου λόγω έλλειψης ρευστότητας μπορεί να αποθαρρύνει τελείως ορισμένους επενδυτικούς οργανισμούς να επενδύσουν σε αυτό, κάτι που θα μπορούσε να έχει συνέπειες στη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών. Για αυτούς τους λόγους, ο κατάλογος θα πρέπει να περιλαμβάνει μόνο περιουσιακά στοιχεία τα οποία είναι «εγγενώς» δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα, χαρακτηριστικό το οποίο αναμένεται να το έχουν ήδη εντοπίσει οι συμμετέχοντες στην αγορά. Επιπλέον, οι επενδυτές που επενδύουν σε «εγγενώς» δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία αναμένουν εξαρχής ότι οι διαχειριστές θα ακολουθούν μια επενδυτική πολιτική συμβατή με την πολιτική εξοφλήσεών τους, όπως προβλέπεται στην οδηγία 2011/61/ΕΕ. Τέλος, μεταβατικές ρυθμίσεις θα είναι αναγκαίες όταν ένα περιουσιακό στοιχείο προστίθεται στον κατάλογο, ούτως ώστε να δίδεται χρόνος στον διαχειριστή να συμμορφωθεί και να αποφύγει βεβαιωμένες πωλήσεις.

Από την πλευρά του παθητικού, η μείωση της συχνότητας εξοφλήσεων πιθανόν να αυξήσει τον όγκο των συναλλαγών, κάτι που μπορεί να έχει αντίκτυπο στις τιμές υπό συνθήκες έντασης στην αγορά. Αντί να αντιμετωπίσει τακτικές εκροές, το αμοιβαίο κεφάλαιο θα συσσωρεύσει πολλαπλά αιτήματα προς διεκπεραίωση την ίδια στιγμή. Μια επιλογή θα ήταν να εφαρμόσει περιόδους προειδοποίησης⁽¹⁾ οι οποίες να αντανakλούν τον χρόνο που αναμένεται να χρειαστεί για την πώληση υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων. Μια άλλη επιλογή θα ήταν να χρησιμοποιήσει ένα σύστημα αναμονής, ούτως ώστε τα αιτήματα εξαγοράς να μην χρειάζεται να ικανοποιηθούν στον επόμενο χρόνο αποτίμησης αφοτου έχουν γίνει αποδεκτά από τον διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο διαχειριστής θα ήταν τότε σε θέση να υπολογίσει ακόμη νωρίτερα την απαιτούμενη ρευστότητα για την ικανοποίηση των αιτημάτων εξαγοράς και θα μπορούσε να αρχίσει τις απαιτούμενες πωλήσεις επενδυμένων περιουσιακών στοιχείων. Αυτό θα μπορούσε να μειώσει τον κίνδυνο να πραγματοποιηθούν συναλλαγές σε μειωμένες τιμές.

Τέλος, θα πρέπει αναγνωρίζεται ο κίνδυνος κανονιστικού αρμπιτράζ. Υπάρχει κίνδυνος: (1) για μη ρυθμιζόμενους ΟΕΕ οι οποίοι δεν εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της σύστασης και (2) εάν ένας διαχειριστής εγγράφει έναν επενδυτικό οργανισμό ως ΟΣΕΚΑ με σκοπό να προχωρήσει σε μεγάλη επένδυση σε περιουσιακό στοιχείο το οποίο έχει ταξινομηθεί ως εγγενώς δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμο, υπό την προϋπόθεση ότι το εν λόγω περιουσιακό στοιχείο θεωρείται αποδεκτό για τον ΟΣΕΚΑ. Ωστόσο, στο τελευταίο σενάριο ο επενδυτικός οργανισμός υπόκειται στους κανόνες της οδηγίας 2009/65/ΕΚ, οι οποίοι είναι αυστηρότεροι από εκείνους της οδηγίας 2011/61/ΕΕ από ορισμένες απόψεις. Αυτό μειώνει το κίνητρο εγγραφής ως ΟΣΕΚΑ με σκοπό την αποφυγή περιορισμών που ισχύουν για τους ΟΕΕ.

II.3 Σύσταση Γ — Διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων

II.3.1 Οικονομικό σκεπτικό και επιδιωκόμενες επιδράσεις

Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για μικροπροληπτικούς σκοπούς αποβλέπουν στη βελτίωση της διαχείρισης κινδύνων και χαρτοφυλακίων για κάθε επενδυτικό οργανισμό και διαχειριστή αμοιβαίων κεφαλαίων ξεχωριστά. Με τις εν λόγω μελέτες πραγματοποιείται προσομοίωση ακραίων ή δυσμενών, αν και αληθοφανών, οικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών, προκειμένου να μελετηθούν οι επιδράσεις τους τόσο στις επιδόσεις ενός επενδυτικού οργανισμού όσο και στην ικανότητά του να ικανοποιήσει τα αιτήματα εξαγοράς ακόμη και σε μειωμένη καθαρή αξία των στοιχείων ενεργητικού. Παρέχονται αναλύσεις σεναρίων οι οποίες προσφέρουν καλύτερη πληροφόρηση για τους κινδύνους που προκύπτουν από πιθανές αλλαγές των συνθηκών στην αγορά οι οποίες μπορεί να έχουν δυσμενείς επιδράσεις στα υπό διαχείριση χαρτοφυλακία. Όταν επικρατούν κανονικές συνθήκες στην αγορά, με τις ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων εντοπίζονται οι πιθανές αδυναμίες των επενδυτικών προϊόντων/στρατηγικών κι έτσι οι εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να προσαρμόσουν ανάλογα τη διαχείριση κινδύνων χαρτοφυλακίου και να προετοιμαστούν σε λειτουργικό επίπεδο για να αντιμετωπίσουν μια κρίση. Στη διάρκεια περιόδων κρίσης, οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων στηρίζουν τις προσαρμογές στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κρίσης, τη διαχείριση της κρίσης και τη δημοσιοποίηση στοιχείων στην αρχή εξυγίανσης. Από αυτή την άποψη, οι εν λόγω ασκήσεις αποτελούν εργαλεία διαχείρισης κινδύνων και λήψης αποφάσεων.

Οι επενδυτικοί οργανισμοί έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά, το σύνολο των οποίων επηρεάζει τον κίνδυνο ρευστότητας συγκεκριμένου οργανισμού και, επομένως, τον σχεδιασμό ουσιαστικής άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων σε επίπεδο επενδυτικού οργανισμού. Το ενεργητικό χαρακτηρίζεται, για παράδειγμα, από τις κύριες αγορές και μέσα, την επενδυτική στρατηγική και τον χρονικό ορίζοντα, τη γεωγραφική κατανομή, τις συγκεντρώσεις στοιχείων χαρτοφυλακίου, τη συχνότητα εναλλαγής χαρτοφυλακίου και τα τυπικά μεγέθη συναλλαγών. Το παθητικό χαρακτηρίζεται από την επενδυτική βάση του επενδυτικού οργανισμού, που μπορεί να αποτελείται είτε από ιδιώτες επενδυτές είτε θεσμικούς επενδυτές είτε από έναν συνδυασμό των δύο· και στις τρεις όμως περιπτώσεις όλοι έχουν τη δική τους διάρθρωση χαρτοφυλακίου και τις δικές τους ανάγκες σε ρευστότητα, πιθανώς τις δικές τους κανονιστικές απαιτήσεις (τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και συνταξιοδοτικά ταμεία) και, επομένως, τη δική τους επενδυτική συμπεριφορά. Η συγκέντρωση των επενδυτών κατά τύπο σε έναν επενδυτικό οργανισμό είναι ιδιαίτερα σημαντική καθώς μια υψηλή συγκέντρωση θα μπορούσε να οδηγήσει σε ταυτόχρονη υποβολή αιτήσεων υψηλόποσων εξαγορών.

⁽¹⁾ Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η χρήση περιόδων προειδοποίησης θέτει προκλήσεις σε πρακτικό επίπεδο λόγω της χρονικής καθυστέρησης από την υποβολή αιτήματος εξαγοράς μέχρι την ικανοποίησή του. Ειδικότερα, τα αμοιβαία κεφάλαια που βασίζονται σε δείκτες αναφοράς θα ενθαρρύνονταν να πραγματοποιήσουν συναλλαγές κατά το δυνατόν εγγύτερα στο πέρας της περιόδου προειδοποίησης ούτως ώστε να μεγιστοποιήσουν τις αποδόσεις τους, ακόμη και αν αυτό θα έχει αρνητικό αντίκτυπο στην αγορά.

Δεδομένης της ανομοιογένειας των επενδυτικών οργανισμών, δεν υπάρχουν υποχρεωτικές προδιαγραφές για τα σενάρια των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων. Επομένως, επί του παρόντος, οι παράμετροι, το πεδίο εφαρμογής, η συχνότητα και η πολυπλοκότητα των εν λόγω ασκήσεων διαφέρουν μεταξύ των επενδυτικών οργανισμών. Ωστόσο, υπάρχουν ορισμένες ουσιαστικές, παγιωμένες προσεγγίσεις που καλύπτουν τόσο το ενεργητικό όσο και το παθητικό. Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων όσον αφορά το παθητικό ενός επενδυτικού οργανισμού συνίστανται σε προσομοιώσεις εξαγορών. Οι εν λόγω προσομοιώσεις βαθμονομούνται συνήθως με βάση την ανάλυση σταθερότητας του παθητικού, το οποίο εξαρτάται από το είδος επενδύτων και τη συγκέντρωση των στοιχείων του παθητικού. Μπορούν δε να περιλαμβάνουν ιστορικά ή υποθετικά σενάρια εξαγορών, εξαγορές από τους μεγαλύτερους επενδυτές, εξαγορές ίσες με τις μεγαλύτερες εξαγορές που έχουν ποτέ πραγματοποιηθεί και ανάλυση των τάσεων της αγοράς και των ομάδων ομοειδών ιδρυμάτων. Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων θα πρέπει επίσης να καλύπτουν το ενεργητικό ενός επενδυτικού οργανισμού, δηλαδή την προσομοίωση της ρευστότητας των στοιχείων ενεργητικού του σε διαφορετικές συνθήκες της αγοράς. Με την εν λόγω προσομοίωση εξετάζεται η ικανότητα του επενδυτικού οργανισμού να πωλήσει περιουσιακά στοιχεία χωρίς να επηρεαστεί σημαντικά η τιμή. Τα σενάρια θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν μείωση του όγκου συναλλαγών ορισμένων μέσων ή τμημάτων της αγοράς (ζημίες που προκλήθηκαν κατόπιν αύξησης των διαφορών μεταξύ προσφερόμενων και ζητούμενων τιμών), εκτιμήσεις της μέγιστης δυνατής ρευστότητας εντός μίας ημέρας ή εκτιμήσεις του χρόνου ρευστότητας με βάση την ανάλυση των περιουσιακών στοιχείων του επενδυτικού οργανισμού (π.χ. ανά κατηγορίες ρευστότητας) και θα πρέπει επίσης να εξετάζουν την αλληλεπίδραση μεταξύ της αγοράς και του κινδύνου ρευστότητας όσον αφορά τα συναφή περιουσιακά στοιχεία.

Η καθοδήγηση σχετικά με τις επιμέρους πρακτικές διενέργειας ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων αναμένεται να μειώσει τον κίνδυνο ρευστότητας τόσο σε επίπεδο επενδυτικού οργανισμού όσο και σε επίπεδο συστήματος και να ενισχύσει την ικανότητά τους να διαχειρίζονται τη ρευστότητα προς όφελος των επενδυτών, συμπεριλαμβανομένης της μείωσης των απρόβλεπτων περιόδων εξαγοράς. Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων αποτελούν εργαλεία για τη στήριξη της ανάλυσης των πλεονεκτημάτων των υφιστάμενων στρατηγικών. Με τη διενέργειά τους αναμένεται να εντοπιστούν οι αδυναμίες μιας επενδυτικής στρατηγικής και να προετοιμαστεί κατάλληλα ένα αμοιβαίο κεφάλαιο για την αντιμετώπιση κρίσεων. Εάν χρησιμοποιηθούν σωστά ως εργαλείο διαχείρισης κινδύνων και λήψης αποφάσεων, οι εν λόγω ασκήσεις αναμένεται ότι θα μειώσουν τον κίνδυνο ρευστότητας σε επίπεδο επενδυτικού οργανισμού και, επομένως, θα συμβάλουν στη μείωση του κινδύνου ρευστότητας σε επίπεδο συστήματος.

Με την καθοδήγηση αναμένεται να αντιμετωπιστούν οι ανεπάρκειες των διαδικασιών διενέργειας ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, όπως έχει δείξει η έρευνα του ΕΣΣΚ σχετικά με τις πρακτικές διενέργειας των εν λόγω ασκήσεων. Λαμβάνοντας υπόψη την καθοδήγηση της ΕΑΚΑΑ, οι οντότητες αναμένεται να κατανοήσουν το ελάχιστο επίπεδο των απαιτήσεων όσον αφορά τη διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων και να αντιμετωπίσουν τις ανεπάρκειες που αφορούν την εφαρμογή πολύ μικρών περικοπών αποτίμησης, τη συχνότητα και τον σχεδιασμό σεναρίων όσον αφορά τις εν λόγω ασκήσεις και μια αφελή χρήση των ιστορικών στοιχείων. Σύμφωνα με την καθοδήγηση, η συχνότητα και ο σχεδιασμός της άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων θα πρέπει να καθορίζονται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των επενδυτικών οργανισμών καθώς και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων. Επιπλέον, σκοπός της καθοδήγησης είναι να υποχρεωθούν οι επιχειρήσεις, κατά τον σχεδιασμό σεναρίων ακραίων καταστάσεων, να χρησιμοποιήσουν έναν βαθμό σοβαρότητας που είναι τουλάχιστον πιθανό να αντιμετωπίσουν στην αγορά. Τέλος, λόγω της ανομοιογένειας του τομέα των επενδυτικών οργανισμών, η πολυπλοκότητα των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων θα πρέπει να ευθυγραμμιστεί με το συγκεκριμένο προφίλ κινδύνου και εξοφλήσεων του επενδυτικού οργανισμού, χωρίς να επιδιώκεται πολύ μεγάλη ομοιομορφία όσον αφορά τα σενάρια των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων. Η καθοδήγηση θα πρέπει να συμβάλει στη διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων υψηλότερης ακρίβειας και καταλληλότητας σε επίπεδο επενδυτικού οργανισμού, περιορίζοντας τις αμφιβολίες όσον αφορά το επίπεδο κινδύνου σε επίπεδο συστήματος.

Η Σύσταση Γ συνάδει με την προβλεπόμενη στον κανονισμό (ΕΕ) 2017/1131 υποχρέωση της ΕΑΚΑΑ να παρέχει καθοδήγηση όσον αφορά τη διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων από τα ΑΚΧΑ. Σύμφωνα με τον εν λόγω κανονισμό, η ΕΑΚΑΑ υποχρεούται να παρέχει κατευθυντήριες γραμμές όσον αφορά τις κοινές παραμέτρους αναφοράς σχετικά με τα σενάρια των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων.

Οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων πρέπει να διενεργούν σε τακτική βάση ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για τους επενδυτικούς οργανισμούς που διαχειρίζονται. Η διενέργεια των εν λόγω ασκήσεων αποτελεί απαίτηση για τους ΟΣΕΚΑ και τους ΟΕΕ, εκτός από τις περιπτώσεις όπου οι ΟΕΕ είναι κλειστού τύπου και χωρίς μόχλευση ή όταν δεν κρίνεται ενδεδειγμένη για τους ΟΣΕΚΑ (άρθρο 40 παράγραφος 3 της οδηγίας 2010/43/ΕΕ, άρθρο 16 παράγραφος 1 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ και άρθρο 48 του κατ' εξουσιοδότηση κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 231/2013). Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων επιτρέπουν στους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων να αξιολογούν τον κίνδυνο ρευστότητας υπό κανονικές και εξαιρετικές συνθήκες ρευστότητας όσον αφορά και τους δύο τύπους επενδυτικών οργανισμών. Στο πλαίσιο της παροχής στοιχείων δυνάμει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ, τα αποτελέσματα των εν λόγω ασκήσεων πρέπει να αναφέρονται στην ΕΑΑ και να κοινοποιούνται στην ΕΑΚΑΑ και στο ΕΣΣΚ. Ο κανονισμός (ΕΕ) 2017/1131 εισάγει λεπτομερείς υποχρεώσεις όσον αφορά τη διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για τα ΑΚΧΑ, οι οποίες θα μπορούσαν να είναι ωφέλιμες και για άλλους τύπους επενδυτικών οργανισμών.

Όσον αφορά τους ΟΣΕΚΑ, οι παραπάνω υποχρεώσεις είναι λιγότερο αναλυτικές σε σύγκριση με τις υποχρεώσεις των ΟΕΕ. Αυτό αντανακλά τα διαφορετικά χαρακτηριστικά του ενεργητικού και του παθητικού των ΟΣΕΚΑ (π.χ. οι ορισμοί των επιλέξιμων περιουσιακών στοιχείων, τα οποία πρέπει να είναι ρευστοποιήσιμα, και μια επενδυτική βάση η οποία αποτελείται κυρίως από ιδιώτες επενδυτές) και τις διαφορετικές κανονιστικές απαιτήσεις.

Ωστόσο, οι κανόνες για τη διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για τους ΟΕΕ είναι πιο λεπτομερείς, σύμφωνα με τον κατ' εξουσιοδότηση κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 231/2013.

- α) Με τις εν λόγω ασκήσεις θα πρέπει να πραγματοποιείται προσομοίωση ελλείψεων ρευστότητας και ασυνήθιστων αιτήσεων εξαγοράς. Στο πλαίσιο αυτό, θα πρέπει, κατ' ελάχιστον, να λαμβάνονται υπόψη πρόσφατα και αναμενόμενα αιτήματα εξαγοράς και θα πρέπει να αναλύεται ο χρόνος που απαιτείται για την ικανοποίηση των εν λόγω αιτημάτων. Θα πρέπει επίσης να περιλαμβάνεται άσκηση των παραγόντων της αγοράς, π.χ. της συναλλαγματικής ισοτιμίας που θα μπορούσε να επηρεάζει το πιστωτικό προφίλ του ΔΟΕΕ ή του ΟΕΕ. Επιπλέον, η προσέγγιση των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων θα πρέπει να περιλαμβάνει την ευαισθησία αποτίμησης υπό συνθήκες έντασης.
- β) Το προφίλ κινδύνου του ΟΕΕ, που εξαρτάται από την επενδυτική στρατηγική, το προφίλ ρευστότητας, τον τύπο του επενδυτή και την πολιτική εξοφλήσεων/εξαγορών, καθορίζει τη συχνότητα των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων με την ελάχιστη απαίτηση να ορίζεται σε ετήσια βάση. Ο ΔΟΕΕ θα πρέπει να ενεργεί προς όφελος όλων των επενδυτών του ΟΕΕ σε ό,τι αφορά τον σχεδιασμό του ΟΕΕ και την επάρκεια των πολιτικών και διαδικασιών διαχείρισης ρευστότητας όταν οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων υποδηλώνουν ότι ο κίνδυνος ρευστότητας είναι σημαντικά υψηλότερος από ό,τι αναμενόταν.

Σύμφωνα με έρευνα του ΕΣΣΚ σχετικά με τις πρακτικές διενέργειας ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων, η πλειονότητα των διαχειριστών της Ένωσης διενεργούν τέτοιου είδους ασκήσεις σε τακτική βάση. Το 93 % περίπου των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων που καλύπτει η έρευνα του ΕΣΣΚ⁽¹⁾ διενεργούν τακτικές ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για όλους τους επενδυτικούς οργανισμούς που διαχειρίζονται και πραγματοποιούν συμπληρωματικές ασκήσεις αυτού του είδους (ή έχουν τη δυνατότητα να το κάνουν) όταν επέρχονται ουσιώδεις μεταβολές. Δεδομένων των διαφορετικών τύπων διαχειριστών και αμοιβαίων κεφαλαίων που εξετάστηκαν, από την εν λόγω έρευνα προέκυψαν επίσης σημαντικές διαφορές όσον αφορά τη συχνότητα διενέργειας των ασκήσεων, το είδος των σεναρίων ακραίων καταστάσεων που χρησιμοποιούν οι διαχειριστές και το επίπεδο πολυπλοκότητας των εν λόγω ασκήσεων (βλέπε παρακάτω παραγράφους):

- **Παρόλο που η συχνότητα διενέργειας των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων θα πρέπει να καθορίζεται κυρίως από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των επενδυτικών οργανισμών, μόνο λίγοι διαχειριστές χρησιμοποιούν τις συχνότητες που αφορούν τους ίδιους τους οργανισμούς.** Αντ' αυτού, επιλέγουν μια συχνότητα που αφορά τις ίδιες τις επιχειρήσεις και την εφαρμόζουν σε όλους τους επενδυτικούς οργανισμούς που διαχειρίζονται. Αυτό συμβαίνει ακόμη και σε μεγάλες εταιρείες επενδύσεων οι οποίες διαχειρίζονται πολλούς διαφορετικούς τύπους επενδυτικών οργανισμών. Ένα μεγάλο ποσοστό των διαχειριστών που χρησιμοποιούν τις συχνότητες διενέργειας ασκήσεων που αφορούν τους ίδιους τους επενδυτικούς οργανισμούς κάνουν τη διάκριση μεταξύ ΟΣΕΚΑ και ΟΕΕ αντί να χρησιμοποιούν διαφορετικές συχνότητες για τους επενδυτικούς οργανισμούς με διαφορετική διάρθρωση χαρτοφυλακίου.
- **Μεγάλο μέρος των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων χρησιμοποιούν πολλαπλά σενάρια ως προς τη διαθεσιμότητα της ρευστότητας τα οποία συνήθως αντιπροσωπεύουν διαφορετικές συνθήκες στην αγορά.** Βασικό χαρακτηριστικό κάθε άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων είναι ένα υποκείμενο σενάριο το οποίο παρουσιάζει συνθήκες ιδιαίτερης έντασης στην αγορά. Ωστόσο, η σοβαρότητα των σεναρίων ακραίων καταστάσεων διαφέρει σημαντικά μεταξύ των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων. Όσον αφορά ορισμένα από τα εν λόγω σενάρια είναι εξαιρετικά αμφίβολο κατά πόσο αντιπροσωπεύουν στην ουσία συνθήκες έντασης στην αγορά. Από την πλευρά του ενεργητικού, ορισμένες από τις εφαρμοζόμενες περικοπές αποτίμησης είναι αρκετά μικρές, με αποτέλεσμα να μην είναι οι πλέον κατάλληλες για να αντιπροσωπεύσουν σημαντικές μεταβολές της ρευστότητας στην αγορά. Από την πλευρά του παθητικού, οι επενδυτικοί οργανισμοί στους οποίους δεν ασκήθηκε στο παρελθόν πίεση να προβούν σε εξοφλήσεις δεν θα πρέπει να βασίζονται στα σενάρια εξαγορών μόνο σε ιστορικά στοιχεία.
- **Όπως οι διαφορές είναι σημαντικές μεταξύ των ποικίλων τύπων διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων και επενδυτικών οργανισμών, έτσι και η πολυπλοκότητα των σεναρίων ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων διαφέρει σε μεγάλο βαθμό μεταξύ των διαχειριστών.** Ορισμένοι χρησιμοποιούν απλά υποθετικά σενάρια τα οποία δεν στηρίζονται από κανένα στοιχείο, ενώ άλλοι χρησιμοποιούν εξελιγμένες στατιστικές μεθόδους για τον σχεδιασμό σεναρίων που αφορούν τους ίδιους τους επενδυτικούς οργανισμούς. Είναι εκ φύσεως δύσκολο να καθοριστούν εύλογα σενάρια ως προς τη διαθεσιμότητα της ρευστότητας. Σε αντίθεση με τον κίνδυνο αγοράς, για τον οποίο υπάρχει πληθώρα διαθέσιμων πληροφοριών, η ανάπτυξη υποδειγμάτων για τις ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων ως προς τη ρευστότητα είναι πολύ πιο περίπλοκη. Από την πλευρά του ενεργητικού, η ανάπτυξη υποδειγμάτων του προφίλ ρευστότητας υπό συνθήκες έντασης μπορεί να είναι υπερβολικά δύσκολη, ιδίως για τα στοιχεία ενεργητικού για τα οποία τα στοιχεία των συναλλαγών δεν είναι άμεσα διαθέσιμα (π.χ. τίτλοι σταθερού εισοδήματος). Από την πλευρά του παθητικού, η πρόβλεψη της επενδυτικής συμπεριφοράς υπό συνθήκες έντασης στην αγορά δεν είναι απλή διαδικασία και εξαρτάται από διάφορους παράγοντες, π.χ. από τον λόγο των θεσμικών επενδυτών προς τους ιδιώτες επενδυτές ή το ποσοστό των “ανελαστικών” πελατών. Το πρόβλημα είναι ακόμη πιο έντονο για τους ΟΣΕΚΑ καθώς οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων δεν διαθέτουν συνήθως πολλές πληροφορίες για τα προφίλ των επενδυτών των ΟΣΕΚΑ. Οι κανονιστικές πτυχές φαίνεται να διαδραματίζουν ήσσονα ρόλο στην ανάπτυξη υποδειγμάτων σεναρίων. Τα σενάρια ακραίων καταστάσεων σχεδιάζονται, επομένως, σύμφωνα με την έκθεση στις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων και το πρόγραμμα των εξοφλήσεων που ισχύει για τον επενδυτικό οργανισμό.

⁽¹⁾ Κύριος στόχος της έρευνας του ΕΣΣΚ ήταν να παράσχει μια συνολική εικόνα των πρακτικών διενέργειας ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων που εφαρμόζουν οι διαχειριστές ενεργητικού στην Ευρώπη και κυρίως να αναλύσει την έκταση στην οποία οι εν λόγω ασκήσεις μεμονωμένων αμοιβαίων κεφαλαίων καλύπτουν τα προβλήματα ρευστότητας (δηλαδή την ικανότητα ενός επενδυτικού οργανισμού να ικανοποιεί αιτήματα υψηλόποσων εξαγορών). Η έρευνα του ΕΣΣΚ καλύπτει 274 διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων της Ένωσης και περιλαμβάνει ερωτήσεις σχετικά με τις σημερινές πρακτικές των διαχειριστών ενεργητικού όσον αφορά τη διαχείριση ρευστότητας και τις ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων.

Η άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων θα πρέπει να διενεργείται κάτω από διαφορετικές συνθήκες, όπως ασυνήθιστα αιτήματα εξαγοράς και αφύσικη συμπεριφορά των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, και θα μπορούσε να λαμβάνει επίσης υπόψη γεγονότα όπως η αθέτηση υποχρεώσεων αντισυμβαλλομένου και άλλους παράγοντες κινδύνου (π.χ. πολιτικοί κίνδυνοι). Η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να παρέχει καθοδήγηση σε ό,τι αφορά το είδος των σεναρίων που ένας επενδυτικός οργανισμός θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη όταν σχεδιάζει μια άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων. Τα σενάρια θα πρέπει να περιλαμβάνουν σενάρια που βασίζονται σε προηγούμενες μεταβολές των τιμών και υποθετικά σενάρια. Τα ιστορικά σενάρια διαμορφώνουν υποδείγματα για τις παραμέτρους της άσκησης προσομοίωσης με βάση κάποια προηγούμενη κρίση και υπολογίζουν την επίδραση που θα είχε στον επενδυτικό οργανισμό. Καθώς οι μελλοντικές κρίσεις είναι πιθανόν να είναι διαφορετικές από τις παρελθούσες, οι οποίες μάλιστα δύσκολα μπορούν να αναπαραχθούν επακριβώς, οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων δεν θα πρέπει να στηρίζονται αποκλειστικά σε ιστορικά σενάρια. Τα υποθετικά σενάρια θα μπορούσαν να βασίζονται σε οικονομικές διαταραχές ή στα χαρακτηριστικά της συμπεριφοράς των επενδυτών ή των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο σχεδιασμός των εν λόγω υποθετικών σεναρίων θα πρέπει να αντιστοιχεί με τις συγκεκριμένες ευαισθησίες του τύπου του αμοιβαίου κεφαλαίου και τη στρατηγική του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Οι αντίστροφες ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων θα μπορούσαν να ολοκληρώσουν το σύνολο των ασκήσεων προσομοίωσης. Η διενέργεια αντίστροφων ασκήσεων προσομοίωσης θα μπορούσε να παράσχει χρήσιμες πληροφορίες για τη συμπεριφορά του επενδυτικού οργανισμού μέχρι το σημείο αδυναμίας εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων του. Περιορίζει την εξάρτηση από ιστορικά σενάρια και την πιθανότητα σχεδιασμού υποθετικών σεναρίων. Οι αντίστροφες ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων θα μπορούσαν να επιτρέψουν στους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων να διερευνήσουν και να κατανοήσουν πλήρως τυχόν ευπάθειες και να αντιμετωπίσουν τους εν λόγω κινδύνους.

Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων θα πρέπει, ιδανικά, να χρησιμοποιούνται σε όλα τα στάδια ζωής ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, από τη δημιουργία του, τις επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνονται στη διάρκεια ζωής του και μέχρι την εκκαθάρισή του. Όταν συγκροτείται ένας επενδυτικός οργανισμός, θα πρέπει να χρησιμοποιούνται οι εν λόγω ασκήσεις για τη δημιουργία και τον προσδιορισμό των παραμέτρων (π.χ. το προφίλ και την ανοχή κινδύνου) αυτού του οργανισμού, ιδίως της σχέσης μεταξύ της ρευστότητας των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων και της συχνότητας των πιθανών εξαγορών, ακόμη και σε συνθήκες έντασης στην αγορά. Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων θα μπορούσαν επίσης να χρησιμοποιούνται όταν εξετάζεται η πιθανότητα προσαρμογής της στρατηγικής του επενδυτικού οργανισμού, των όρων και προϋποθέσεων του και των επενδυτικών αποφάσεων. Όταν καταρτίζεται ένα σχέδιο έκτακτης ανάγκης για τον επενδυτικό οργανισμό που βρίσκεται σε συνθήκες έντασης, οι ασκήσεις προσομοίωσης θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για να αναλυθεί η χρήση των διαφόρων εργαλείων διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας.

Ο χρόνος και η συχνότητα διενέργειας των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων θα πρέπει να αντανakλούν τα χαρακτηριστικά του επενδυτικού οργανισμού όπως το μέγεθος, την επενδυτική στρατηγική, τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία, το προφίλ επενδυτή και τη συχνότητα πιθανών εξοφλήσεων. Ένα χαρτοφυλάκιο με υψηλή συχνότητα εναλλαγής ή ταχέως μεταβαλλόμενη επενδυτική βάση πιθανώς να έχει πιο ευμετάβλητο προφίλ και κίνδυνο ρευστότητας. Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων θα πρέπει να διενεργούνται πιο συχνά σε αυτές τις συνθήκες σε σχέση με έναν επενδυτικό οργανισμό με πιο σταθερή επενδυτική βάση και μεγάλα διαστήματα εξοφλήσεων.

Η συχνότητα διενέργειας των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων μπορεί να εξαρτάται από το είδος του σεναρίου που χρησιμοποιείται. Όταν χρησιμοποιούνται ιστορικά σενάρια, οι στατιστικές μέθοδοι που εφαρμόζονται για την κατάρτιση των σεναρίων θα μπορούσαν εύκολα να επικαιροποιούνται με τα νέα στοιχεία και τις παραμέτρους των ασκήσεων προσομοίωσης. Καθώς η εν λόγω διαδικασία γίνεται συνήθως μηχανιστικά, θα μπορούσε να χρησιμοποιείται πιο συχνά. Τα υποθετικά σενάρια απαιτούν αξιολόγηση - η οποία να αφορά περισσότερο τους ίδιους τους επενδυτικούς οργανισμούς και να είναι προσαρμοσμένη στις ιδιαιτερότητες τους - των σχετικών παραγόντων που επηρεάζουν τον επενδυτικό οργανισμό, έτσι ώστε αυτό το είδος ασκήσεων να μπορεί να διενεργείται λιγότερο συχνά, δεδομένου ότι απαιτεί εκτενέστερη ανάλυση.

Η παρούσα σύσταση δεν επιδιώκει να καλύψει τις ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για μακροπρόληπτικούς σκοπούς. Οι ασκήσεις προσομοίωσης για μακροπρόληπτικούς σκοπούς αποτελούν τομέα που απαιτεί περαιτέρω ανάπτυξη. Οι περιορισμοί ως προς τα στοιχεία και την ανάπτυξη υποδειγμάτων αποτρέπουν σήμερα τη χρήση των εν λόγω υποδειγμάτων ως αποτελεσματικών εποπτικών εργαλείων. Το ΕΣΣΚ εκπονεί επί του παρόντος ανάλυση του ρόλου που διαδραματίζουν οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για μακροπρόληπτικούς σκοπούς στην αξιολόγηση των κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα από τους επενδυτικούς οργανισμούς.

II.3.2 Μη επιδιωκόμενες επιδράσεις

Συγκεκριμένες κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τις ασκήσεις προσομοιώσεως ακραίων καταστάσεων μπορεί να οδηγήσουν τους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων να υιοθετήσουν παρόμοια/πιο εναρμονισμένη συμπεριφορά και, εντέλει, τους επενδυτικούς οργανισμούς σε ομοιόμορφες θέσεις ενεργητικού (μονομερείς θέσεις). Αυτό θα μπορούσε να αυξήσει τον κίνδυνο αγελίας συμπεριφοράς και τον συστημικό χρηματοπιστωτικό κίνδυνο στο μέλλον. Επιπρόσθετα, και ιδίως όσον αφορά τους μικρότερους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων, η παροχή πιο αναλυτικής καθοδήγησης θα μπορούσε να έχει ως αποτέλεσμα τη διενέργεια περισσότερων ασκήσεων προσομοιώσεως ακραίων καταστάσεων και επομένως υψηλότερο κόστος.

Π.4 Σύσταση Δ — Παροχή στοιχείων από ΟΣΕΚΑ

Π.4.1 Οικονομικό σκεπτικό και επιδιωκόμενες επιδράσεις

Σύσταση Δ(1) — Υποχρεώσεις παροχής στοιχείων από ΟΣΕΚΑ και εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ

Η έλλειψη ενός εναρμονισμένου πλαισίου παροχής στοιχείων σε όλα τα κράτη μέλη αποτελεί επί του παρόντος εμπόδιο στην ολοκληρωμένη αξιολόγηση και παρακολούθηση της δυνητικής συμβολής των ΟΣΕΚΑ στους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Παρότι σε πολλές χώρες εντός της Ένωσης όντως προβλέπονται υποχρεώσεις παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ, αποτελέσματα έρευνας δείχνουν ότι οι πρακτικές παροχής στοιχείων παρουσιάζουν μεγάλες διαφορές από την άποψη της συχνότητας, του πεδίου εφαρμογής και των στοιχείων που υποβάλλονται⁽¹⁾. Ως αποτέλεσμα, δεν είναι εφικτή η συγκέντρωση εθνικών στοιχείων και η παρακολούθηση των εξελίξεων όσον αφορά, για παράδειγμα, τους κινδύνους ρευστότητας και μόχλευσης για τους ΟΣΕΚΑ σε ενωσιακό επίπεδο.

Τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ σχετικά με τα αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα δεν επαρκούν για τη διασφάλιση της συνολικής αξιολόγησης και παρακολούθησης των κινδύνων ρευστότητας και μόχλευσης των ΟΣΕΚΑ. Παρότι τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ επιτρέπουν στις ρυθμιστικές αρχές να παρακολουθούν τις εξελίξεις στον τομέα των επενδυτικών οργανισμών της ζώνης του ευρώ χρησιμοποιώντας πληροφορίες σχετικά με ευρείες κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού και παθητικού, συμπεριλαμβανομένων των αναλύσεων κατά διάρκεια, τα στοιχεία που καλύπτονται δεν επαρκούν για τη διενέργεια επαρκούς αξιολόγησης των κινδύνων. Ειδικότερα, δεν περιλαμβάνονται λεπτομερή στοιχεία σχετικά με συναλλαγές τίτλων και μεμονωμένα ανοίγματα. Ωστόσο, αυτά τα στοιχεία είναι αναγκαία για την επαρκή αξιολόγηση των εξελίξεων σχετικά με τη ρευστότητα των χαρτοφυλακίων των ΟΣΕΚΑ. Επίσης, δεν είναι εφικτή η επαρκής αξιολόγηση των τάσεων στη χρήση μόχλευσης καθώς τα διαθέσιμα στοιχεία επιτρέπουν τον υπολογισμό μόνο της χρήσης χρηματοοικονομικής μόχλευσης (δηλαδή μέσω δανειοληψιών). Δεν διατίθεται ένας πιο ολοκληρωμένος δείκτης μόχλευσης που να περιλαμβάνει τη χρήση μόχλευσης διαμέσου παραγώγων (δηλαδή της συνθετικής μόχλευσης). Επιπλέον, επί του παρόντος τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ δεν κάνουν διάκριση ανάμεσα σε ΟΣΕΚΑ και ΟΕΕ, διάκριση η οποία είναι σημαντική για την επαρκή παρακολούθηση των κινδύνων δεδομένου ότι αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια υπόκεινται σε πολύ διαφορετικά κανονιστικά καθεστώτα.

Η κατάρτιση ενός εναρμονισμένου πλαισίου παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ σε επίπεδο Ένωσης θα μπορούσε να είναι αποτελεσματική από την άποψη της παρακολούθησης και θα μπορούσε επίσης να μειώσει τις υπάρχουσες ανεπάρκειες ως προς την παροχή στοιχείων και τα συναφή κόστη για τις αρμόδιες αρχές και τον κλάδο. Από τότε που τέθηκε σε ισχύ η οδηγία 2011/61/ΕΕ, τόσο οι ΕΑΑ όσο και οι ΟΕΕ βελτίωσαν τις τεχνικές δυνατότητές τους και συσσωρεύσαν εμπειρία σχετικά με το πλαίσιο παροχής στοιχείων σε επίπεδο Ένωσης δυνάμει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ. Στον βαθμό που ένα νέο πλαίσιο παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ θα βασιστεί στα υπάρχοντα τεχνικά συστήματα υποβολής, τόσο οι αρμόδιες αρχές όσο και οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζονται ΟΕΕ και ΟΣΕΚΑ, ή οι διαχειριστές που διαχειρίζονται ΟΣΕΚΑ με ποικίλες απαιτήσεις παροχής στοιχείων σε διαφορετικές χώρες, θα αποκομίσουν τα οφέλη από μεγαλύτερες συνέργειες στην παροχή στοιχείων.

Κατά την κατάρτιση του πλαισίου παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ, η Επιτροπή αναμένεται να λάβει υπόψη ότι οι ΟΣΕΚΑ υπόκεινται σε ένα κανονιστικό καθεστώς το οποίο είναι αυστηρότερο από ό,τι εκείνο των ΟΕΕ. Ένα λιγότερο εκτενές πλαίσιο παροχής στοιχείων θα ήταν επαρκές για την κατάλληλη παρακολούθηση των κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα που συνδέονται με τους ΟΣΕΚΑ.

Η Επιτροπή αναμένεται επίσης να λάβει υπόψη και άλλες πρωτοβουλίες που βρίσκονται σε εξέλιξη και οι οποίες μπορεί να επηρεάσουν την εναρμονισμένη παροχή στοιχείων. Η Επιτροπή αναμένεται να λάβει υπόψη τη συμβολή της ΕΑΚΑΑ και των ΕΑΑ σχετικά με την παροχή στοιχείων, καθώς και πιθανούς νέους, εναλλακτικούς/τροποποιημένους δείκτες μόχλευσης οι οποίοι αναπτύσσονται επί του παρόντος από τον IOSCO. Επιπλέον, οι απαιτήσεις για την παροχή στοιχείων που προβλέπονται στον κανονισμό (ΕΕ) 2017/1131 για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς αναμένεται επίσης να ληφθούν υπόψη.

Οι απαιτήσεις για την υποβολή λεπτομερών στοιχείων σχετικά με τα χαρακτηριστικά ρευστότητας θα διευκόλυναν την παρακολούθηση του δυνητικού συστημικού κινδύνου που απορρέει από μετασχηματισμούς ρευστότητας και αναγνωσιμότητας ως προς τη ρευστότητα των ΟΣΕΚΑ. Οι ΟΣΕΚΑ υπόκεινται σε λεπτομερείς κανόνες σχετικά με την επιλεξιμότητα περιουσιακών στοιχείων και, ως εκ τούτου, κατά κανόνα επενδύουν σε ευχερέστερα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, αν και ορισμένοι ΟΣΕΚΑ μπορεί επίσης να επενδύουν σε δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, π.χ. σε ορισμένους τύπους ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων (αναδυόμενων αγορών ή ομολογιών υψηλών αποδόσεων). Δεδομένου ότι οι ΟΣΕΚΑ επίσης υπόκεινται σε ελάχιστες απαιτήσεις σχετικά με τη συχνότητα εξαγορών, μπορεί να εμφανίζουν μεγαλύτερο κίνδυνο ρευστότητας. Όσον αφορά τους ΟΣΕΚΑ, εξακολουθεί να υπάρχει ένα δυνητικό κενό πληροφόρησης με το ισχύον νομικό πλαίσιο καθώς δεν υποχρεούνται να υποβάλλουν εκθέσεις στις ΕΑΑ όπως οι ΟΕΕ. Το πεδίο εφαρμογής του ισχύοντος πλαισίου παροχής στοιχείων δεν καλύπτει λοιπόν όλες τις περιπτώσεις (οδηγία 2011/61/ΕΕ έναντι οδηγίας 2009/65/ΕΚ) και δεν περιλαμβάνει εναρμονισμένους δείκτες κινδύνου ρευστότητας που να είναι ουσιαστικοί ως προς τη σημασία και να μπορούν να καταρτίζονται και να ερμηνεύονται εύκολα. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την παρακολούθηση των εξελίξεων από μακροπρόληπτική σκοπιά και τη συγκέντρωση επιμέρους δεικτών σε ολόκληρο τον κλάδο και σε όλες τις χώρες.

⁽¹⁾ Για παράδειγμα, στις αρχές του 2016 η Επιτροπή Εποπτείας Χρηματοπιστωτικού Τομέα (Commission de Surveillance du Secteur Financier - CSSF) του Λουξεμβούργου εισήγαγε μια απαίτηση παροχής στοιχείων σχετικά με τους κινδύνους των ΟΣΕΚΑ με την οποία ζητά από τους ΟΣΕΚΑ να υποβάλλουν, σε εξαμηνιαία βάση, στοιχεία σχετικά με διάφορους παράγοντες κινδύνου όπως η μόχλευση, ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου, ο πιστωτικός κίνδυνος και ο κίνδυνος ρευστότητας. Για περισσότερες πληροφορίες μπορείτε να ανατρέξετε στη διεύθυνση <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>.

Για την παρακολούθηση της αναντιστοιχίας ως προς τη ρευστότητα εντός των ΟΣΕΚΑ, αυτοί θα πρέπει να υποχρεούνται να υποβάλλουν πληροφορίες σχετικά τόσο με τα στοιχεία ενεργητικού όσο και με τα στοιχεία παθητικού τους. Οι διαχειριστές ΟΕΕ πρέπει να υποβάλλουν πληροφορίες σχετικά με το προφίλ ρευστότητας του ΟΕΕ, κάτι που αποτελεί χρήσιμη πηγή πληροφόρησης σχετικά με την αξιολόγηση ρευστότητας (από τον διαχειριστή του ΟΕΕ) των επενδυθέντων περιουσιακών στοιχείων του ΟΕΕ και τη διάρθρωση των επενδυτών. Αυτό θα πρέπει επίσης να χρησιμοποιηθεί ως βάση για τη συναφή παροχή στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ και θα πρέπει να συμπληρωθεί με την υποβολή στοιχείων σχετικά με τη διαθεσιμότητα και χρήση διαφόρων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας που βρίσκονται στη διάθεση των ΟΣΕΚΑ. Ένα ακόμη στοιχείο που θα μπορούσε να περιληφθεί στις εκδόσεις που υποβάλλονται είναι το ύψος των εξαγορών που έχουν πραγματοποιηθεί.

Η συλλογή και άλλων στοιχείων διευκολύνει την ολοκληρωμένη αξιολόγηση της δυνητικής συμβολής των ΟΣΕΚΑ στους χρηματοπιστωτικούς/συστημικούς κινδύνους. Ειδικότερα, η πηγή της μόχλευσης είναι ένα χρήσιμο στοιχείο για την ορθή αξιολόγηση των κινδύνων που απορρέουν, για παράδειγμα, από τη χρήση μόχλευσης από τους ΟΣΕΚΑ. Οι ΟΣΕΚΑ θα πρέπει επίσης να παρέχουν στοιχεία σχετικά με την επενδυτική στρατηγική, τα μέσα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης και επιμέρους ανοίγματα, το προφίλ κινδύνου αγοράς, το προφίλ κινδύνου αντισυμβαλλομένου και πιστωτικού κινδύνου, καθώς και το προφίλ ρευστότητας. Αυτές οι πληροφορίες θα μπορούσαν να παράσχουν μια ένδειξη του κινδύνου βεβαιωμένων πωλήσεων, συγκέντρωσης αντισυμβαλλομένων και διασύνδεσης με το χρηματοπιστωτικό σύστημα ως σύνολο. Θα πρέπει επίσης να περιλαμβάνουν κατηγορίες θέσεων παραγώγων, καθώς και τις τεχνικές και τα μέσα όπως συμφωνίες επαναγοράς ή συναλλαγές δανεισμού τίτλων. Παρόμοιες απαιτήσεις προβλέπονται στην οδηγία 2011/61/ΕΕ, η οποία θα μπορούσε να συμπληρωθεί με πτυχές που αφορούν τους ΟΣΕΚΑ, όπως, για παράδειγμα, η αποτελεσματική διαχείριση χαρτοφυλακίων. Ο διαχειριστής ΟΕΕ πρέπει να παρέχει πληροφορίες σχετικά με το προφίλ κινδύνου και τις κύριες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων στις οποίες έχει επενδύσει ο ΟΕΕ, συμπεριλαμβανομένων των αντιστοιχών ακαθάριστων, μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων θέσεων παραγώγων. Ωστόσο, οι διαχειριστές ΟΕΕ επίσης απαιτείται να παρέχουν πληροφορίες σχετικά με την πηγή δανεισμού μετρητών.⁽¹⁾

Ένα οικονομικά σημαντικό μέρος του τομέα των ΟΣΕΚΑ εφαρμόζει στρατηγικές όπου η μόχλευση - συμπεριλαμβανομένης της συνθετικής μόχλευσης - περιορίζεται μόνο έμμεσα. Όσον αφορά τη χρήση χρηματοοικονομικής μόχλευσης μέσω συναλλαγών επί τίτλων ή συνθετικής μόχλευσης μέσω ανοιγμάτων σε παράγωγα, οι ΟΣΕΚΑ μπορούν να δημιουργούν ανοίγματα - όπως υπολογίζονται σύμφωνα με την προσέγγιση βάσει των υποχρεώσεων - τα οποία δεν πρέπει να υπερβαίνουν την καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού (βλέπε Πλαίσιο 1β). Ωστόσο, σύμφωνα με την οδηγία 2009/65/ΕΚ, τα κράτη μέλη μπορούν επίσης να επιτρέπουν στους ΟΣΕΚΑ να υπολογίζουν τη συνολική έκθεση σε κίνδυνο χρησιμοποιώντας μια προσέγγιση VaR ή άλλη προηγμένη μεθοδολογία μέτρησης κινδύνου αντί της προσέγγισης βάσει των υποχρεώσεων⁽²⁾. Για αυτούς τους επενδυτικούς οργανισμούς, η χρήση μόχλευσης περιορίζεται μόνο έμμεσα, διαμέσου περιορισμών στον κίνδυνο αγοράς του οργανισμού.⁽³⁾ Αυτό σημαίνει ότι οι οργανισμοί που χρησιμοποιούν την προσέγγιση της απόλυτης αξίας σε κίνδυνο ή απόλυτης μέγιστης δυνητικής ζημίας περιορίζονται σε απόλυτη αξία σε κίνδυνο ή απόλυτη μέγιστη δυνητική ζημία η οποία δεν υπερβαίνει το 20 % της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού. Με τη σειρά τους, οι επενδυτικοί οργανισμοί που εφαρμόζουν την προσέγγιση της σχετικής αξίας σε κίνδυνο ή σχετικής μέγιστης δυνητικής ζημίας περιορίζονται σε κίνδυνο ζημίας που δεν υπερβαίνει τον διπλάσιο κίνδυνο ζημίας με δεδομένο υπόδειγμα αξίας σε κίνδυνο ή μέγιστης δυνητικής ζημίας παρόμοιου, αλλά μη μοχλευμένου, χαρτοφυλακίου. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι αυτές οι προσεγγίσεις VaR εν δυνάμει επιτρέπουν υψηλότερη μόχλευση από ό,τι θα επιτρεπόταν σύμφωνα με την προσέγγιση βάσει των υποχρεώσεων, ανάλογα με τη μεταβλητότητα των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων. Σύμφωνα με έρευνα του ΕΣΣΚ που διενεργήθηκε σε 11 χώρες εντός της Ένωσης, το υποσύνολο των ΟΣΕΚΑ που εφαρμόζουν προσεγγίσεις VaR για τον υπολογισμό της συνολικής έκθεσής τους σε κίνδυνο θα μπορούσαν να αντιπροσωπεύουν από 27 % έως 50 % του τομέα των ΟΣΕΚΑ στην Ένωση με όρους καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού.

Η συνεπής παροχή στοιχείων για τη μόχλευση από όλους τους ΟΣΕΚΑ και όλους τους ΟΕΕ θα πρέπει να είναι ο στόχος και θα πρέπει να στηρίζει την παρακολούθηση των επενδυτικών οργανισμών που δεν υπόκεινται σε όρια μόχλευσης εντός του τομέα των επενδυτικών οργανισμών της Ένωσης. Το ΣΧΣ συστήνει οι αρχές να συλλέγουν στοιχεία σχετικά με τη μόχλευση σε επενδυτικούς οργανισμούς, να παρακολουθούν τη χρήση μόχλευσης από επενδυτικούς οργανισμούς που δεν υπόκεινται σε όρια μόχλευσης ή που μπορεί να συνιστούν σημαντικούς συστημικούς κινδύνους που συνδέονται με τη μόχλευση και να αναλαμβάνουν δράση κατά περίπτωση. Παράλληλα, έχει ζητηθεί από τον IOSCO να καθορίσει ή/και να αναπτύξει συνεπείς δείκτες για τη μέτρηση της μόχλευσης στους επενδυτικούς οργανισμούς, ούτως ώστε να επιτευχθεί μια ουσιαστικότερη παρακολούθηση της μόχλευσης για τους σκοπούς της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και να διασφαλιστεί ότι έως το τέλος του 2018 θα μπορούν να γίνονται άμεσες συγκρίσεις ανάμεσα σε όλους τους επενδυτικούς οργανισμούς⁽⁴⁾. Ως εκ τούτου, ο τελικός στόχος θα πρέπει να είναι η εναρμονισμένη παροχή στοιχείων για τη μόχλευση, σύμφωνα με τους συνεπείς δείκτες μέτρησης της μόχλευσης που αναμένεται να αναπτύξει/καθορίσει ο IOSCO. Η εναρμόνιση του πλαισίου παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ και της παροχής στοιχείων για τη μόχλευση στους ΟΕΕ δυνάμει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ αναμένεται να κινηθεί σε αυτές τις γραμμές και να διευκολύνει την παρακολούθηση των μοχλευμένων επενδυτικών οργανισμών εντός του τομέα των επενδυτικών οργανισμών της Ένωσης ως συνόλου. Η Επιτροπή αναμένεται να αναπτύξει ένα εναρμονισμένο πλαίσιο για ολόκληρη την Ένωση και για όλους τους ΟΣΕΚΑ και τους ΟΕΕ, λαμβάνοντας υπόψη τη διεθνή διάσταση και τον στόχο της ανάπτυξης ομοιόμορφων προσεγγίσεων για τις διαφορετικές μεθόδους υπολογισμού της μόχλευσης (βάσει της ονομαστικής αξίας, βάσει της ακαθάριστης αξίας και βάσει των υποχρεώσεων). Αυτό θα διευκολύνει επίσης την παρακολούθηση της μόχλευσης για τους ΟΣΕΚΑ που υπόκεινται μόνο σε έμμεσους περιορισμούς της μόχλευσης.

⁽¹⁾ Βλέπε για παράδειγμα το παράρτημα IV του κατ' εξουσιοδότηση κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 231/2013.

⁽²⁾ Βλέπε για παράδειγμα, άρθρο 41 παράγραφος 3 της οδηγίας 2010/43/ΕΕ.

⁽³⁾ Βλέπε CESR, "Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS" (Επίπεδο 3), 28 Ιουλίου 2010.

⁽⁴⁾ Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, "Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities", Ιανουάριος 2017, (βλέπε συστάσεις 10 και 11).

Η παροχή στοιχείων για τη μόχλευση σύμφωνα με τη μέθοδο βάσει των υποχρεώσεων δυνάμει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ θα απαιτούσε από τους ΟΣΕΚΑ να προσθέτουν την καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού στην έκθεσή τους σε κίνδυνο όπως αυτή υπολογίζεται με τη μέθοδο των ΟΣΕΚΑ βάσει των υποχρεώσεων. Επί του παρόντος, η χρήση της μεθόδου βάσει των υποχρεώσεων για τον υπολογισμό του ανοίγματος σε υποχρεώσεις διαφέρει ελαφρά ανάμεσα στις οδηγίες 2009/65/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ. Ενώ η οδηγία 2011/61/ΕΕ απαιτεί από τους ΟΕΕ να υπολογίζουν την έκθεση ως το άθροισμα της απόλυτης αξίας όλων των θέσεων, οι ΟΣΕΚΑ υποχρεούνται να υπολογίζουν μόνο την πρόσθετη έκθεση που προκαλείται από τη χρήση μόχλευσης (βλέπε Πίνακα 3). Καθώς οι ΟΣΕΚΑ δεν επιτρέπεται να δανείζονται μετρητά χωρίς εξασφάλιση για επενδυτικούς σκοπούς και οι κανόνες για τον υπολογισμό της έκθεσης σε κίνδυνο διαμέσου συναλλαγών χρηματοδότησης τίτλων και παραγώγων ομοιάζουν με τους κανόνες της οδηγίας 2011/61/ΕΕ, η μέθοδος των ΟΣΕΚΑ βάσει των υποχρεώσεων μπορεί να ευθυγραμμιστεί με την οδηγία 2011/61/ΕΕ υποχρεώνοντας τους ΟΣΕΚΑ να προσθέτουν την καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού στην έκθεση σε κίνδυνο.

Επιπλέον, το νέο πλαίσιο παροχής στοιχείων για τον κίνδυνο των ΟΣΕΚΑ θα πρέπει να περιλαμβάνει και την παροχή στοιχείων για ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων από τους ΟΣΕΚΑ. Αυτό θα πρέπει να περιλαμβάνει την παροχή στοιχείων σχετικά με τα αποτελέσματα τυποποιημένων μονομεταβλητών ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, καθώς και σχετικά με τα σενάρια που έχουν αναπτύξει οι ίδιοι οι ΟΕΕ για τέτοιες ασκήσεις και τα αποτελέσματα αυτών των ασκήσεων.

Πίνακας 3

Υπολογισμός της έκθεσης των επενδυτικών οργανισμών σύμφωνα με τις μεθόδους βάσει των υποχρεώσεων

	ΟΔΟΕΕ	ΟΣΕΚΑ	
	Τρέχον υπολογισμός		Προτεινόμενες αλλαγές
Ορισμός έκθεσης σε κίνδυνο	Άθροισμα των απόλυτων τιμών όλων των θέσεων	Σταδιακή έκθεση σε κίνδυνο και μόχλευση διαμέσου χρηματοοικονομικών παραγώγων	Προσθήκη καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού
Χρηματοοικονομική μόχλευση	Εκ νέου χρήση δανειοληψίας μετρητών		
	Το υψηλότερο ποσό μεταξύ της αγοραίας αξίας της πραγματοποιηθείσας επένδυσης και του συνολικού ποσού των δανεισθέντων μετρητών	Η ανεξασφάλιστη δανειοληψία μετρητών δεν επιτρέπεται για επενδυτικούς σκοπούς	Καμία
	Συναλλαγές χρηματοδότησης τίτλων		
	Αγοραία αξία της ληφθείσας εξασφάλισης (συμπεριλαμβανομένων των μετρητών) όταν επανεπενδύεται	Αγοραία αξία της ληφθείσας εξασφάλισης (συμπεριλαμβανομένων των μετρητών) όταν επανεπενδύεται	Καμία
Καθαρή συνθετική μόχλευση	Παράγωγα		
	Άθροισμα της αγοραίας αξίας της αντίστοιχης θέσης του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου αφού συνυπολογιστούν ρυθμίσεις συμψηφισμού και αντιστάθμισης κινδύνου	Άθροισμα της αγοραίας αξίας της αντίστοιχης θέσης του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου αφού συνυπολογιστούν ρυθμίσεις συμψηφισμού και αντιστάθμισης κινδύνου	Καμία

Σύσταση Δ(2) — Υποχρεώσεις ως προς τη συχνότητα και την κάλυψη των στοιχείων που υποβάλλουν οι ΟΣΕΚΑ και οι εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ

Τα στοιχεία που αναφέρονται στη Σύσταση Δ1 θα πρέπει να υποβάλλονται σε τριμηνιαία βάση από επαρκές και – από άποψη χρηματοπιστωτικής σταθερότητας – αντιπροσωπευτικό τμήμα του συνόλου των ΟΣΕΚΑ και των εταιρειών διαχείρισης ΟΣΕΚΑ. Η σύνθεση των χαρτοφυλακίων των επενδυτικών οργανισμών, η ρευστότητα των χαρτοφυλακίων και η χρήση μόχλευσης (ιδίως μέσω της χρήσης παραγώγων) μπορεί να υπόκεινται σε σημαντικές βραχυχρόνιες μεταβολές. Από αυτή την άποψη, η παροχή στοιχείων σε τριμηνιαία τουλάχιστον βάση είναι απαραίτητη προκειμένου να παρακολουθούνται και, εφόσον κρίνεται αναγκαίο, να αντιμετωπίζονται οι εξελίξεις που θα μπορούσαν να συμβάλουν στη δημιουργία κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Δεδομένων των ποικίλων επενδυτικών στρατηγικών και μεγεθών των ΟΣΕΚΑ και των εταιρειών διαχείρισης ΟΣΕΚΑ, ενδέχεται να διαφέρει ο βαθμός στον οποίο οι επιμέρους επενδυτικοί οργανισμοί ή οι ομάδες αυτών μπορεί να συμβάλουν στον συστημικό κίνδυνο. Από τη σκοπιά της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, η τριμηνιαία παροχή στοιχείων από επαρκές υποσύνολο ΟΣΕΚΑ και εταιρειών διαχείρισης ΟΣΕΚΑ θα αρκούσε για την παρακολούθηση και, ταυτόχρονα, θα περιορίζε τον συνολικό φόρτο εργασίας του κλάδου σε σχέση με την υποβολή στοιχείων.

Το υποσύνολο ΟΣΕΚΑ το οποίο υποχρεούται να υποβάλλει εκθέσεις σε τριμηνιαία βάση θα πρέπει να περιλαμβάνει τουλάχιστον τους ΟΣΕΚΑ που χρησιμοποιούν την προσέγγιση VaR για να υπολογίσουν τη συνολική τους έκθεση σε κίνδυνο. Με τη διενέργεια συναλλαγών παραγώγων, οι εν λόγω ΟΣΕΚΑ εφαρμόζουν γενικά πιο περίπλοκες επενδυτικές στρατηγικές και μπορεί να χρησιμοποιούν ουσιαστικό επίπεδο μόχλευσης. Πέρα από το υποσύνολο αυτό, η Επιτροπή θα πρέπει επίσης να εξετάζει χαρακτηριστικά όπως το μέγεθος των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού και, ενδεχομένως, την επενδυτική στρατηγική και το προφίλ ρευστότητας, κατά τρόπο ώστε ένα αντιπροσωπευτικό τμήμα όλων των ΟΣΕΚΑ και των εταιρειών διαχείρισης ΟΣΕΚΑ να υποβάλλει εκθέσεις σε τριμηνιαία βάση.

Για την αποτελεσματική παρακολούθηση των εξελίξεων και της ενδεχόμενης δημιουργίας των κινδύνων που απειλούν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα εντός του κλάδου των ΟΣΕΚΑ γενικότερα, θα χρειαζόταν η υποβολή ικανοποιητικού υποσυνόλου στοιχείων τουλάχιστον σε ετήσια βάση, εκ μέρους επαρκούς υποσυνόλου όλων των ΟΣΕΚΑ και των εταιρειών διαχείρισης ΟΣΕΚΑ. Η καθιέρωση ετήσιας παροχής στοιχείων για επαρκές τμήμα του κλάδου των ΟΣΕΚΑ θα επέτρεπε, σε συνδυασμό με τα διαθέσιμα στοιχεία για τους ΟΕΕ, την παρακολούθηση των γενικών εξελίξεων σε όλον τον τομέα των επενδυτικών οργανισμών της Ένωσης. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η ετήσια παροχή στοιχείων θα ήταν συμβατή με την ελάχιστη συχνότητα παροχής στοιχείων που ορίζει η οδηγία 2011/61/ΕΕ. Έτσι θα διασφαλιζόταν η ετήσια τουλάχιστον παρακολούθηση των κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα που συνδέονται με τον κλάδο των επενδυτικών οργανισμών, τόσο για τους ΟΣΕΚΑ όσο και τους ΟΕΕ. Κατά αυτόν τον τρόπο, θα μπορούσαν επίσης να πραγματοποιηθούν σημαντικές συγκρίσεις σε βάθος χρόνου ανάμεσα στις εξελίξεις στους ΟΣΕΚΑ και στους ΟΕΕ και θα μπορούσαν να εντοπιστούν ενδεχόμενες διαρθρωτικές αλλαγές που θα μπορούσαν να συμβάλουν στη δημιουργία συστημικών κινδύνων.

Προτείνεται στην Επιτροπή να εξετάζει το σύνολο των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού των ΟΣΕΚΑ και των εταιρειών διαχείρισης των ΟΣΕΚΑ όταν καθορίζει τις οντότητες που θα πρέπει να υπόκεινται στην υποχρέωση παροχής στοιχείων σε ετήσια βάση. Το γεγονός ότι οι υποχρεώσεις παροχής στοιχείων καθορίζονται βάσει των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού συνάδει με τις υφιστάμενες πρακτικές όσον αφορά τον προσδιορισμό των εν λόγω υποχρεώσεων για τους ΔΟΕΕ. Η Επιτροπή μπορεί επίσης να εξετάζει άλλα χαρακτηριστικά, όπως τη χρήση μόχλευσης εντός των ΟΣΕΚΑ, την προσέγγιση που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της συνολικής έκθεσης σε κίνδυνο και την επενδυτική στρατηγική του ΟΣΕΚΑ, όταν καθορίζει τις οντότητες που θα πρέπει να υπόκεινται στην υποχρέωση παροχής στοιχείων σε ετήσια βάση.

Σύμφωνα με την οδηγία 2011/61/ΕΕ, η συχνότητα παροχής στοιχείων για τους ΔΟΕΕ θα μπορούσε να χρησιμοποιείται ως συχνότητα αναφοράς για τον καθορισμό των σχετικών συχνοτήτων για τους ΟΣΕΚΑ και τις εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ, με την επιφύλαξη των τριών κατηγοριών παροχής στοιχείων (τριμηνιαία, ετήσια ή μη υποβολή). Οι ισχύουσες συχνότητες παροχής στοιχείων⁽¹⁾ για τους αδειοδοτημένους ΔΟΕΕ που διαχειρίζονται ενωσιακούς ΟΕΕ (που συμβαδίζουν με τις συχνότητες που εφαρμόζονται για τους ΟΣΕΚΑ και της εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ οι οποίοι πρέπει να έχουν αδειοδοτηθεί και να εδρεύουν στην ΕΕ) μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

- Οι ΔΟΕΕ που διαχειρίζονται ΟΕΕ με σύνολο υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού κάτω του ορίου των 100 εκατ. ευρώ μπορούν να επιλέξουν να αδειοδοτηθούν και να υποβάλλουν πληροφορίες σε ετήσια βάση τόσο σε επίπεδο διαχειριστή όσο και σε επίπεδο ΟΕΕ·
- εάν το σύνολο των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού ενός ΔΟΕΕ υπερβαίνει το όριο των 100 εκατ. ευρώ αλλά υπολείπεται του ορίου του 1 δισεκατ. ευρώ, ο ΔΟΕΕ υποχρεούται να υποβάλλει στοιχεία σε εξαμηνιαία βάση τόσο σε επίπεδο διαχειριστή όσο και σε επίπεδο ΟΕΕ, εκτός των αμοιβαίων κεφαλαίων με σύνολο υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού άνω των 500 εκατ. ευρώ·
- εάν το σύνολο των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού ενός ΔΟΕΕ υπερβαίνει το όριο του 1 δισεκατ. ευρώ, ο ΔΟΕΕ υποχρεούται να υποβάλλει στοιχεία σε τριμηνιαία βάση τόσο σε επίπεδο διαχειριστή όσο και σε επίπεδο ΟΕΕ.

⁽¹⁾ “Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3)(d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD” (ESMA/2014/869EL). Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στην παραπάνω σύνοψη δεν λαμβάνονται υπόψη οι συχνότερες παροχές στοιχείων των ΟΕΕ που επενδύουν σε μη εισηγμένες εταιρείες και εκδότες προκειμένου να αποκτήσουν έλεγχο - μια επενδυτική στρατηγική που δεν μπορούν να ασκήσουν οι ΟΣΕΚΑ.

Η Επιτροπή μπορεί να συνεργαστεί με την ΕΑΚΑΑ και τις ΕΑΑ προκειμένου να εφαρμοστεί συνετή προσέγγιση για την κατάταξη του υποσυνόλου ΟΣΕΚΑ και εταιρειών διαχείρισης ΟΣΕΚΑ στις σχετικές κατηγορίες παροχής στοιχείων. Η συνεργασία με την ΕΑΚΑΑ και τις ΕΑΑ παρέχει τη δυνατότητα να αξιοποιηθούν οι σημερινές εμπειρίες σχετικά με την παροχή στοιχείων δυνάμει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ, κατά την ανάπτυξη του πλαισίου παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ και τις εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι, με αυτόν τον τρόπο, η Επιτροπή – σε συνεργασία με την ΕΑΚΑΑ και τις ΕΑΑ – μπορεί επίσης να εξετάσει και άλλους στόχους πέρα από την παρακολούθηση των κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα (π.χ. την προστασία των επενδυνών), για τους οποίους η συχνότερη παροχή στοιχείων θα μπορούσε να είναι απαραίτητη. Μετά την εφαρμογή του, το πλαίσιο παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ και τις εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ θα πρέπει να αναθεωρηθεί κάποια στιγμή στο μέλλον προκειμένου να αξιολογηθεί η καταλληλότητα του πεδίου εφαρμογής του και της συχνότητάς του.

Στόχος της Επιτροπής θα πρέπει να είναι η επίτευξη σωστής ισορροπίας μεταξύ της μεγιστοποίησης των οφελών από την ενισχυμένη παρακολούθηση των κινδύνων και της ελαχιστοποίησης του κόστους που θα απέρρευε από τις νέες υποχρεώσεις παροχής στοιχείων. Πιο μακροπρόθεσμα, όλες οι χώρες είναι πιθανόν να ωφεληθούν από ένα πλαίσιο παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ το οποίο θα προσομοιάζει με τα τεχνικά συστήματα/δομές παροχής στοιχείων του ήδη ισχύοντος πλαισίου δυνάμει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ. Βραχυπρόθεσμα, ωστόσο, η μετάβαση στο νέο πλαίσιο για τους ΟΣΕΚΑ και τις εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ θα επέφερε κόστος τόσο για τον κλάδο των επενδυτικών οργανισμών όσο και για τις εποπτικές αρχές. Όσον αφορά τις αρμόδιες αρχές, το βραχυπρόθεσμο κόστος πιθανώς να διαφέρει, ενώ στις χώρες που δεν προβλέπονται επί του παρόντος υποχρεώσεις παροχής στοιχείων η επιβάρυνση θα ήταν ενδεχομένως μεγαλύτερη. Όσον αφορά τον κλάδο, το κόστος ενός νέου ενοποιημένου πλαισίου παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ πιθανότατα να διαφέρει σημαντικά μεταξύ των εταιρειών διαχείρισης ΟΣΕΚΑ. Για παράδειγμα, οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζονται ΟΣΕΚΑ σε διάφορες χώρες θα επιωμιστούν αρχικά κάποιο πρόσθετο κόστος όσον αφορά την παροχή στοιχείων, αν και θα βελτιωθεί η συνολική αποτελεσματικότητα αυτής της διαδικασίας και θα μειωθεί το κόστος σε σχέση με την παρούσα κατάσταση όπου παρατηρούνται διαφορετικά καθεστώτα και υποχρεώσεις παροχής στοιχείων στις διάφορες χώρες. Παρομοίως, οι εταιρείες διαχείρισης που διαχειρίζονται τόσο ΟΣΕΚΑ όσο και ΟΕΕ θα επιβαρυνθούν με ένα μικρό μόνο εφάπαξ κόστος και θα υποβάλλουν εκθέσεις για τους ΟΣΕΚΑ που διαχειρίζονται μέσω των υφιστάμενων συστημάτων/δομών παροχής στοιχείων για τους ΟΕΕ. Οι μικρές εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ που διαχειρίζονται ΟΣΕΚΑ σε μία μόνο χώρα πιθανώς να επιβαρυνθούν με το υψηλότερο βραχυπρόθεσμο κόστος του νέου καθεστώτος παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ, καθώς η αποδοτικότητα θα βελτιωθεί ελαφρώς, στην καλύτερη περίπτωση, σε σύγκριση με τη σημερινή κατάσταση. Η νέα υποχρέωση παροχής στοιχείων σχετικά με τους κινδύνους θα επιφέρει πρόσθετο κόστος διοικητικής φύσης και συμμόρφωσης σε σχέση με τη συγκρότηση του συστήματος παροχής στοιχείων, καθώς και περιοδικό κόστος σε σχέση με την κατάρτιση των παρεχόμενων στοιχείων. Με τη σειρά του, το πρόσθετο αυτό κόστος θα μπορούσε να επιφέρει οικονομίες κλίμακας και να επηρεάσει ενδεχομένως τη διάρθρωση του κλάδου.

Σύσταση Δ(3) — Παροχή στοιχείων και ανταλλαγή πληροφοριών

Θα πρέπει να απαιτείται από τις ΕΑΑ να ανταλλάσσουν με άλλες αρχές στην Ένωση, την ΕΑΚΑΑ και το ΕΣΣΚ τις πληροφορίες που υποβάλλονται από τους ΟΣΕΚΑ και τις εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ. Η υποχρεωτική ανταλλαγή πληροφοριών διευκολύνει τη συλλογική ανάλυση της ενδεχόμενης συμβολής των ΟΣΕΚΑ στη δημιουργία συστημικών κινδύνων και επιτρέπει μια κοινή αντίδραση. Επιπρόσθετα, ένας ή περισσότεροι ΟΣΕΚΑ θα μπορούσαν, κάποια στιγμή, να αποτελέσουν σημαντική πηγή κινδύνου αντισυμβαλλομένου για ένα πιστωτικό ίδρυμα ή άλλο συστημικά σημαντικό ίδρυμα σε ένα ή περισσότερα κράτη μέλη. Το γεγονός αυτό υπογραμμίζει περαιτέρω τη σημασία θέσπισης κατάλληλου πλαισίου για την ανταλλαγή των υποβαλλόμενων πληροφοριών με άλλες αρχές.

Προτείνεται στην Επιτροπή να εφαρμόσει τις διατάξεις και τις πρακτικές που ισχύουν για την ανταλλαγή πληροφοριών βάσει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ στο νέο πλαίσιο παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ⁽¹⁾. Σύμφωνα με την οδηγία 2011/61/ΕΕ, οι ΕΑΑ υποχρεούνται να ανταλλάσσουν τις πληροφορίες που συλλέγουν για τους ΔΟΕΕ και τους ΟΕΕ με άλλες αρχές, την ΕΑΚΑΑ και το ΕΣΣΚ. Με τη σειρά της, η ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ της ΕΑΚΑΑ και του ΕΣΣΚ σχετικά με τα στοιχεία που συλλέγονται δυνάμει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ βασίζεται σε μνημόνιο συνεννόησης. Οι ΕΑΑ του κράτους μέλους προέλευσης δύνανται επίσης να ζητούν πρόσθετες πληροφορίες εκτός πλαισίου παροχής στοιχείων σε τακτική ή έκτακτη βάση, εφόσον κρίνεται απαραίτητο για την αποτελεσματική παρακολούθηση του συστημικού κινδύνου. Τέλος, η εναρμονισμένη ανταλλαγή πληροφοριών στηρίζεται περαιτέρω δυνάμει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ από εκτελεστικούς τεχνικούς κανόνες που έχει εκπονήσει η ΕΑΚΑΑ και οι οποίοι καθορίζουν τις διαδικασίες για την ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των ΕΑΑ και ανάμεσα στην ΕΑΑ και την ΕΑΚΑΑ.

II.4.2 Μη επιδιωκόμενες επιδράσεις

Ένα νέο πλαίσιο παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ επιφέρει κόστος σχετικά με τη συλλογή στοιχείων και τις διαδικασίες ανταλλαγής που πρέπει να εφαρμόζονται από τις εταιρείες διαχείρισης και τις ΕΑΑ. Τυχόν απόπειρα ενίσχυσης του πλαισίου παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ και τις εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ θα πρέπει, επομένως, να λαμβάνει δεόντως υπόψη την αρχή της αναλογικότητας και να επιδιώκει να μειώσει το συναφές κόστος. Ιδιαίτερα, η ενίσχυση του πλαισίου παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ θα μπορούσε να επιβαρύνει άσκοπα τους μικρότερους συμμετέχοντες του κλάδου. Το πλαίσιο παροχής στοιχείων για τους ΟΣΕΚΑ θα πρέπει, επομένως, να λαμβάνει υπόψη την ενδεχόμενη συμβολή κάθε επενδυτικού οργανισμού στη δημιουργία συστημικών κινδύνων κατά τον καθορισμό των υποχρεώσεων παροχής στοιχείων. Το εν λόγω πλαίσιο θα πρέπει να εξετάζει άλλους τρόπους μείωσης του συναφούς κόστους και θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τα ισχύοντα πλαίσια παροχής στοιχείων για τα οποία έχουν ήδη καταρτιστεί τεχνικοί κανόνες από τον κλάδο και τις αρμόδιες αρχές. Ειδικότερα, δεδομένου ότι διάφορες εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ έχουν άδεια και ως ΔΟΕΕ και μια σειρά τομέων που αφορούν την

⁽¹⁾ Βλέπε για παράδειγμα, άρθρα 50, 52 και 54 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ.

παροχή στοιχείων πιθανώς να είναι παρόμοιοι για τους ΟΣΕΚΑ και τους ΟΕΕ, θα ήταν λογικό η μορφή του πλαισίου παροχής στοιχείων να βασίζεται στο υφιστάμενο πλαίσιο δυνάμει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ. Το εν λόγω πλαίσιο θα πρέπει επίσης να λαμβάνει υπόψη, στο μέγιστο δυνατό βαθμό, τις υφιστάμενες υποχρεώσεις παροχής στοιχείων στις οποίες υπόκεινται ήδη οι επενδυτικοί οργανισμοί. Ιδιαίτερα, η συλλογή στοιχείων από την ΕΚΤ σε ό,τι αφορά τον ισολογισμό των επενδυτικών οργανισμών περιλαμβάνει ήδη λεπτομερείς πληροφορίες για το ενεργητικό και το παθητικό των επενδυτικών οργανισμών (βλέπε κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1073/2013 της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας⁽¹⁾). Ωστόσο, τα εν λόγω στοιχεία δεν είναι διαθέσιμα για ολόκληρη την Ένωση και, σε γενικές γραμμές, ο βαθμός λεπτομέρειάς τους δεν είναι επαρκής προκειμένου να παρέχονται χρήσιμες πληροφορίες για τους κινδύνους ρευστότητας και τη μόχλευση που συνδέεται με τους επενδυτικούς οργανισμούς.

Π.5 Σύσταση Ε — Καθοδήγηση σχετικά με το άρθρο 25 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

Π.5.1 Οικονομικό σκεπτικό και επιδιωκόμενες επιδράσεις

Σύσταση Ε(1) — Αξιολόγηση του συστημικού κινδύνου που συνδέεται με τη μόχλευση

Οι διαχειριστές επενδυτικών οργανισμών είναι υποχρεωμένοι να υποβάλλουν στις ΕΑΑ λεπτομερείς εκδόσεις για κάθε μοχλευμένο ΟΕΕ υπό τη διαχείρισή τους. Οι εκδόσεις, οι οποίες μπορεί να αφορούν έως 301 επιμέρους στοιχεία, περιέχουν λεπτομερείς πληροφορίες σχετικά με τη χρήση μόχλευσης, το μέγεθος, τις επενδυτικές στρατηγικές, τις βασικές εκδόσεις σε κινδύνους, τη γεωγραφική κατανομή, τη συγκέντρωση των επενδύσεων και την κυριότητα των περιουσιακών τους στοιχείων, τα μέσα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης, τον κίνδυνο αγοράς, το προφίλ κινδύνου αντισυμβαλλομένου, το προφίλ ρευστότητας (συμπεριλαμβανομένου του προφίλ εξαγορών), λειτουργικά ζητήματα και άλλα ζητήματα κινδύνου. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι ΟΕΕ με δείκτη μόχλευσης πάνω από τρεις φορές την καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού, υπολογιζόμενης βάσει της μεθόδου των υποχρεώσεων, θεωρείται ότι χρησιμοποιούν μόχλευση σε σημαντικό βαθμό. Οι διαχειριστές αυτών των επενδυτικών οργανισμών πρέπει επίσης να υποβάλλουν εκδόσεις για τις πέντε μεγαλύτερες πηγές δανειακών μετρητών ή κινητών αξιών.

Τα λεπτομερή στοιχεία που έχουν στη διάθεσή τους οι ΕΑΑ στηρίζουν την αξιολόγηση του συστημικού κινδύνου που συνδέεται με τη μόχλευση, αν και αφήνουν μεγάλο περιθώριο για αποκλίνουσες εθνικές προσεγγίσεις. Για παράδειγμα, τα στοιχεία που υποβάλλονται περιλαμβάνουν δύο δείκτες μόχλευσης - έναν ακαθάριστο δείκτη και έναν καθαρό δείκτη που μετρά τα μοχλευμένα ανοίγματα που χρησιμοποιούνται για σκοπούς συμψηφισμού ή αντιστάθμισης κινδύνου - και οι αρχές ενδέχεται να έχουν αποκλίνουσες απόψεις σχετικά με τη χρήση και την ερμηνεία αυτών των δεικτών. Επιπλέον, η εκτεταμένη υποβολή στοιχείων επιτρέπει την ύπαρξη εθνικών διαφορών ως προς το κατά πόσον είναι απαραίτητο να περιλαμβάνονται περαιτέρω πληροφορίες σε μια αξιολόγηση πέραν της χρήσης μόχλευσης. Μπορεί επίσης να υπάρχουν διαφορές όσον αφορά την ανάγκη να αξιολογείται η συμβολή της χρήσης μόχλευσης εντός των ΟΕΕ στη δημιουργία συστημικού κινδύνου.

Ο διεθνής χαρακτήρας του τομέα των ΟΕΕ επιτάσσει μια πιο συντονισμένη προσέγγιση όσον αφορά τόσο την αξιολόγηση του συστημικού κινδύνου που συνδέεται με τη μόχλευση όσο και τα δυνητικά μέτρα αντιμετώπισης. Οι ΟΕΕ κατά κανόνα επενδύουν και διασυνδέονται με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε διασυννομιτικό επίπεδο, με αποτέλεσμα ο δυνητικός οικονομικός αντίκτυπος της απομόχλευσης από την πλευρά των επενδυτικών οργανισμών ή τυχόν αδυναμίας επενδυτικών οργανισμών να εξυπηρετήσουν τις υποχρεώσεις τους να μην περιορίζεται στις χώρες στις οποίες εδρεύουν οι ΟΕΕ. Επίσης, είναι σχετικά εύκολο οι διαχειριστές ή/και οι επενδυτικοί οργανισμοί τους οποίους αυτοί διαχειρίζονται να μετεγκαθίστανται σε διαφορετικές χώρες. Αυτό τονίζει περαιτέρω την ανάγκη μιας πιο συντονισμένης προσέγγισης όσον αφορά τις αξιολογήσεις και τα δυνητικά μέτρα αντιμετώπισης.

Προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι ΕΑΑ υιοθετούν μια συνεπή προσέγγιση όταν αξιολογούν κατά πόσον πληρούνται οι όροι επιβολής μέτρων που συνδέονται με τη μόχλευση, η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει, σαν ένα πρώτο βήμα, να παράσχει καθοδήγηση σχετικά με μια κοινή δέσμη δεικτών. Αυτή η καθοδήγηση θα διευκολύνει την αποτελεσματική χρήση των εκτενών πληροφοριών που διατίθενται στις ΕΑΑ δυνάμει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ και θα ενθαρρύνει τις ΕΑΑ να αξιολογούν τον βαθμό στον οποίο η χρήση μόχλευσης στον τομέα των ΟΕΕ συμβάλλει στη δημιουργία συστημικού κινδύνου. Η πρακτική εφαρμογή των μέτρων πολιτικής δυνάμει του άρθρου 25 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ, συμπεριλαμβανομένων των μακροπροληπτικών ορίων μόχλευσης ή άλλων περιορισμών που τίθενται στη διαχείριση των ΟΕΕ, απαιτεί ένα πλαίσιο που να μπορεί να αξιολογεί κατά πόσον τα μέτρα που τελικά εφαρμόζονται σε επίπεδο επενδυτικού οργανισμού περιορίζουν τη συμβολή της μόχλευσης στη δημιουργία συστημικών κινδύνων στον τομέα των ΟΕΕ.

Για τη στήριξη της εναρμονισμένης χρήσης των δεικτών, η ΕΑΚΑΑ είναι επιθυμητό να παρέχει καθοδήγηση σχετικά με την ερμηνεία των δεικτών. Επί του παρόντος η ΕΑΚΑΑ βρίσκεται στη διαδικασία κατάρτισης μιας δέσμης δεδομένων σε επίπεδο ΕΕ που θα περιλαμβάνει όλα τα στοιχεία που υποβάλλονται στις ΕΑΑ δυνάμει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ σε εθνικό επίπεδο. Όταν θα είναι διαθέσιμη, αυτή η δέσμη δεδομένων θα πρέπει να επιτρέπει στην ΕΑΚΑΑ να αναπτύξει ποσοτικές προοπτικές για την ερμηνεία των δεικτών εντός του πλαισίου αξιολόγησης, π.χ. μέσω της εξέτασης βασικών συνοπτικών στατιστικών στοιχείων σχετικά με επιμέρους δείκτες όπως η μέση, η διάμεση, η ελάχιστη και η μέγιστη δηλωθείσα αξία, καθώς και η κατανομή των δηλωθεισών αξιών.

⁽¹⁾ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1073/2013 της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 18ης Οκτωβρίου 2013 σχετικά με τα στατιστικά στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού των επενδυτικών οργανισμών (ΕΚΤ/2013/38) (ΕΕ L 297 της 7.11.2013, σ. 73).

Το πλαίσιο αξιολόγησης θα πρέπει να περιλαμβάνει δείκτες που αποτυπώνουν το επίπεδο, την πηγή και τις διαφορετικές χρήσεις μόχλευσης. Η χρηματοοικονομική μόχλευση με δανεισμό ή συναλλαγών χρηματοδότησης τίτλων αυξάνει τον κίνδυνο ρευστότητας χρηματοδότησης ενός επενδυτικού οργανισμού, καθώς το κόστος δανεισμού και οι απαιτήσεις όσον αφορά την κάλυψη περιθωρίων ενδέχεται να αυξηθούν. Με τη σειρά της, η χρήση συνθετικής μόχλευσης αυξάνει την ευαισθησία των αμοιβαίων κεφαλαίων σε διαταραχές στις αγορές παραγώγων και τον κίνδυνο οι καλύψεις περιθωρίων που οφείλονται σε μικρές μεταβολές των τιμών προς τα κάτω να υποχρεώσουν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο να προχωρήσει σε βεβαιασμένες πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων.

Το πλαίσιο θα πρέπει να αποτυπώνει, στον μέγιστο δυνατό βαθμό, τους διαύλους μέσα από τους οποίους ενδέχεται να υλοποιηθούν συστημικοί κίνδυνοι, όπως εξηγείται παρακάτω.

- α) **Η δυνητική συμβολή των επιμέρους αμοιβαίων κεφαλαίων και του τομέα των ΟΕΕ ως συνόλου στον κίνδυνο βεβαιασμένων πωλήσεων.** Το προφίλ εξαγορών ενός αμοιβαίου κεφαλαίου επενδυτικού χαρακτήρα είναι μία πτυχή του κινδύνου βεβαιασμένων πωλήσεων. Η δυνατότητα βραχυπρόθεσμων (ιδίως καθημερινών) απαιτήσεων για εξαγορές και οι σύντομες περίοδοι προειδοποίησης καθιστούν τους επενδυτικούς οργανισμούς επιρρεπείς σε μαζικές αποσύρσεις επενδύσεων που θα μπορούσαν να προκαλέσουν βεβαιασμένες πωλήσεις. Μια άλλη πτυχή του προφίλ εξαγορών ενός επενδυτικού οργανισμού είναι η επενδυτική του βάση. Η υψηλότερη συγκέντρωση κατά τύπο επενδυτή - ιδίως όταν συνδυάζεται με σύντομη συχνότητα εξαγορών - αυξάνει τον κίνδυνο βεβαιασμένων πωλήσεων καθώς αυτές μπορούν να προκληθούν ακόμη και όταν μόνο ένας ή μόνο λίγοι επενδυτές αποφασίσουν να εξαγοράσουν τα μερίδιά τους. Το προφίλ ρευστότητας ενός επενδυτικού οργανισμού είναι μια δεύτερη πτυχή του κινδύνου βεβαιασμένων πωλήσεων. Η ρευστότητα του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτικού οργανισμού είναι καίριας σημασίας όσον αφορά την ικανότητά του να ικανοποιεί αιτήματα εξαγοράς ή/και καλύψεις περιθωρίων χωρίς να χρειάζεται να προχωρήσει σε βεβαιασμένες πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων. Η δυνατότητα ρευστοποίησης τμημάτων του χαρτοφυλακίου εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τα χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου του επενδυτικού οργανισμού. Πτυχές όπως η υψηλή συγκέντρωση έκθεσης σε πιστωτικό κίνδυνο αντισυμβαλλομένου ή μεμονωμένων μέσων αυξάνουν την πιθανότητα ένα αμοιβαίο κεφάλαιο επενδυτικού χαρακτήρα να χρειαστεί να προχωρήσει σε βεβαιασμένες πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων σε περίπτωση αδυναμίας εξυπηρέτησης υποχρεώσεων κάποιου αντισυμβαλλομένου. Σε περιπτώσεις σύνθετων χαρτοφυλακίων (δηλαδή χαρτοφυλακίων που περιλαμβάνουν υψηλό ποσοστό εξωχρηματοστηριακών μέσων ή που ανακυκλώνουν ευρέως τις ίδιες ασφάλειες), αυτές οι επιδράσεις μπορούν να ενισχυθούν ακόμη περισσότερο.
- β) **Οι άμεσες διασυνδέσεις των επενδυτικών οργανισμών και του τομέα των ΟΕΕ ως συνόλου με χρηματοοικονομικά ιδρύματα.** Η χρήση μόχλευσης μπορεί να αυξήσει τον κίνδυνο ένας επενδυτικός οργανισμός να αντιμετωπίσει οικονομική δυσπραγία, η οποία στη συνέχεια μπορεί να μεταδοθεί στους αντισυμβαλλομένους και στο ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα (διάυλος αντισυμβαλλομένων). Οι αντισυμβαλλόμενοι μπορεί να περιλαμβάνουν τράπεζες ή μεσίτες που έχουν άμεσες εμπορικές διασυνδέσεις με μοχλευμένους επενδυτικούς οργανισμούς ή που έχουν χορηγήσει χρηματοδότηση σε μοχλευμένους επενδυτικούς οργανισμούς. Ένας μοχλευμένος επενδυτικός οργανισμός μπορεί επίσης να μεταδώσει κινδύνους στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα διαμέσου των διασυνδέσεών του με τους επενδυτές του και της χρηματοδότησης άλλων φορέων χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και επιχειρήσεων (διάυλος διασύνδεσης). Ένας τρόπος για να αποτυπωθούν οι άμεσες διασυνδέσεις με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι η μέτρηση της συγκέντρωσης της έκθεσης αντισυμβαλλομένων σε έναν επενδυτικό οργανισμό. Οι επενδυτικοί οργανισμοί μπορεί επίσης να έχουν άμεσες διασυνδέσεις με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διαμέσου της επενδυτικής βάσης τους και των επενδύσεων χαρτοφυλακίου τους.
- γ) **Η άμεση ή έμμεση συμμετοχή στην πιστωτική διαμεσολάβηση επιμέρους επενδυτικών οργανισμών και του τομέα των ΟΕΕ ως συνόλου.** Οι μοχλευμένοι επενδυτικοί οργανισμοί μπορούν να συμβάλλουν στην υπερβολική πιστωτική διαμεσολάβηση και στον κίνδυνο διακοπών στη διαδικασία πιστωτικής διαμεσολάβησης όταν μεταβάλλεται η φάση του πιστωτικού κύκλου. Η χρήση μόχλευσης επιτρέπει στους επενδυτικούς οργανισμούς να αυξήσουν απευθείας τις πιστώσεις προς την πραγματική οικονομία ή να διευκολύνουν την αύξηση της πιστωτικής διαμεσολάβησης από τις τράπεζες. Όσον αφορά την πιστωτική διαμεσολάβηση από τις τράπεζες, οι επενδυτικοί οργανισμοί μπορούν να παρέχουν άμεση χρηματοδότηση στον τραπεζικό τομέα, να επενδύουν σε δομημένα πιστωτικά προϊόντα και να αναλαμβάνουν πιστωτικό κίνδυνο διαμέσου παραγώγων. Συστημικοί κίνδυνοι μπορούν να προκύψουν λόγω απότομων διακοπών στην παροχή ρευστότητας και βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, λόγω απότομων μειώσεων της ρευστότητας στην αγορά για χρηματοοικονομικά μέσα που είναι σημαντικά για την πιστωτική διαμεσολάβηση ή λόγω ανεπαρκούς διαχωρισμού των κινδύνων. (1)

Η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να παράσχει καθοδήγηση σχετικά με ένα λειτουργικό πλαίσιο αξιολόγησης. Αν και θεωρητικά οι δυνητικοί διάυλοι συστημικού κινδύνου μπορούν σε γενικές γραμμές να κατηγοριοποιηθούν, συνδέονται στενά μεταξύ τους και είναι πιθανόν στην πράξη να ενισχύουν ο ένας τον άλλο. Επιπλέον, οι υποκείμενοι μηχανισμοί που αφορούν τους συστημικούς κινδύνους διαμέσου αυτών των διαύλων μπορεί να είναι σύνθετοι και να υπόκεινται σε αλλαγές. Ως αποτέλεσμα, η συμβολή των επενδυτικών οργανισμών στη δημιουργία συστημικών κινδύνων δεν είναι εύκολο να αποτυπωθεί με μεμονωμένους δείκτες. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει σχέση αντιστάθμισης ανάμεσα στην ανάπτυξη ενός απλού και λειτουργικού πλαισίου και ενός πλαισίου που θα είναι πιο σύνθετο και δύσκολο να εφαρμοστεί. Σαν κατευθυντήρια αρχή, οι δείκτες θα πρέπει να είναι μέρος του πλαισίου μόνο όταν διευκολύνουν σε μεγάλο βαθμό την αξιολόγηση της συμβολής των επενδυτικών οργανισμών και του τομέα των ΟΕΕ ως συνόλου στη δημιουργία συστημικών κινδύνων που συνδέονται με τη μόχλευση.

(1) Bengtsson, E., "Investment funds, shadow banking and systemic risk", Journal of Financial Regulation and Compliance, τόμος 24(1), σ. 60-73.

Επιπλέον, η καθοδήγηση της ΕΑΚΑΑ όσον αφορά το πλαίσιο αξιολόγησης θα πρέπει να παράσχει στις ΕΑΑ μια επαρκή βάση για να εξηγούν τις αποφάσεις τους σχετικά με τη λήψη μέτρων μακροπροληπτικής πολιτικής. Οι ΕΑΑ του κράτους μέλους στο οποίο εδρεύει ο εκάστοτε ΔΟΕΕ θα πρέπει να ενημερώνουν την ΕΑΚΑΑ, το ΕΣΣΚ και τις ΕΑΑ του ΟΕΕ για τους λόγους για τους οποίους λαμβάνεται το οποιοδήποτε μακροπροληπτικό μέτρο προκειμένου να περιοριστεί ο βαθμός στον οποίο η χρήση της μόχλευσης συμβάλλει στη δημιουργία συστημικού κινδύνου στο χρηματοπιστωτικό σύστημα ή κινδύνων μη ομαλής λειτουργίας των αγορών ⁽¹⁾. Στη συνέχεια, η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να εκδίδει συμβουλή σχετικά με το μέτρο και να αξιολογεί κατά πόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις για την ανάληψη δράσης πολιτικής ⁽²⁾. Ένα λεπτομερές πλαίσιο αξιολόγησης το οποίο μπορούν να ακολουθούν οι ΕΑΑ θα αυξήσει τις πιθανότητες οι ΕΑΑ και η ΕΑΚΑΑ να συμφωνούν όσον αφορά την ανάγκη λήψης μέτρων.

Ο Πίνακας 4 παρέχει ένα παράδειγμα δέσμης κοινών δεικτών που θα μπορούσαν να αποτελέσουν μέρος του προτεινόμενου πλαισίου αξιολόγησης. Οι δείκτες απορρέουν από αναλύσεις που έχουν διενεργηθεί από την ΕΚΤ, την De Nederlandsche Bank (DNB) ⁽³⁾, την Oesterreichische Nationalbank (OeNB) ⁽⁴⁾, καθώς και την Αρχή Χρηματοπιστωτικής Συμπεριφοράς (Financial Conduct Authority - FCA) του Ηνωμένου Βασιλείου ⁽⁵⁾. Οι δείκτες διευκολύνουν την αξιολόγηση του επιπέδου, της πηγής και των διαφορετικών χρήσεων της μόχλευσης και αποσκοπούν στην καλύτερη δυνατή αποτύπωση των διαύλων μέσα από τους οποίους ενδέχεται να υλοποιηθούν συστημικοί κίνδυνοι. Όλοι οι δείκτες μπορούν να καταρτίζονται χρησιμοποιώντας τις πληροφορίες που υποβάλλονται στις ΕΑΑ δυνάμει του άρθρου 24 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ.

Πίνακας 4

Παράδειγμα δέσμης δεικτών για ένα πλαίσιο αξιολόγησης των κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα που απορρέουν από επενδυτικούς οργανισμούς

		ΔΕΙΚΤΗΣ		ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΚΩΔ., πεδία στοιχείων ΟΔΟΕΕ, υπόδειγμα υποβολής στοιχείων
		#	ΟΝΟΜΑΣΙΑ		
1. ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΥ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ	Μέγεθος	1.1	Καθαρή έκθεση σε κίνδυνο	Καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού * μόχλευση σύμφωνα με τη μέθοδο βάσει των υποχρεώσεων	53, 295
		1.2	Καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού	Καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού	53
2. ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΒΕΒΙΑΣΜΕΝΩΝ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	Μόχλευση	2.1	Καθαρή μόχλευση	Μόχλευση σύμφωνα με τη μέθοδο βάσει των υποχρεώσεων	295
		2.2	Ακαθάριστη προς καθαρή μόχλευση	Ακαθάριστη μόχλευση / μόχλευση βάσει των υποχρεώσεων, ως δείκτης της χρήσης ρυθμίσεων συμψηφισμού και αντιστάθμισης κινδύνων	294, 295
	Προφίλ εξοφλήσεων	2.3	Διάρκεια εξοφλήσεων	Ελάχιστος αριθμός ημερών που υποχρεούνται να περιμένουν οι επενδυτές προτού αποσύρουν επενδύσεις	194, 195, 196

⁽¹⁾ Βλέπε για παράδειγμα, άρθρο 25 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ.

⁽²⁾ Βλέπε για παράδειγμα, άρθρο 25 παράγραφος 6 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ.

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

⁽⁴⁾ Lehecka, G. and Ubl, E., "Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer", OeNB Financial Stability Report 30, Δεκέμβριος 2015.

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

		ΔΕΙΚΤΗΣ		ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΚΩΔ., πεδία στοιχείων ΟΔΟΕΕ, υπόδειγμα υποβολής στοιχείων
		#	ΟΝΟΜΑΣΙΑ		
	Αναντιστοιχία ως προς τη ρευστότητα	2.4	Διάρκεια εξόφλη- σης μείον εκτι- μώμενη ρευσ- τότητα χαρτοφυ- λακίου σε ημέρες	Ελάχιστος χρόνος σε ημέρες που πρέπει να περιμένουν οι επενδυτές προτού αποσύρουν επενδύσεις μείον ρευστότητα χαρτοφυλακίου όπως αυτή υποβάλλεται από τον διαχειρι- στή ενεργητικού	194, 195, 196, 178-184
		2.5	Λόγος καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού προς ευχερέστερα ρευσ- τοποιήσιμα στοι- χεία ενεργητικού	Τα άκρως ρευστοποιήσιμα στοιχεία ενεργητικού περιλαμβάνουν τα μετρητά και τα ισοδύναμα μετρητών (καταθέσεις, εμπορικά χρεόγραφα και άλλα), τις εισηγμένες μετοχές, τους τίτλους επενδυτικής βαθμίδας που έχουν εκδοθεί από χρηματοπι- στωτικά ιδρύματα, τα κρατικά ομόλογα χωρών της ΕΕ και της Ομάδας των 10, καθώς και τα μερί- δια επενδυτικών οργανισμών	53, 123
		2.6	Ποσοστό μη ευχε- ρώς ρευστοποιήσι- μων στοιχείων ενεργητικού (% επί της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού)	Τα μη ευχερώς ρευστοποιήσιμα στοιχεία ενεργητικού περιλαμβάνουν τα υλικά περιουσιακά στοιχεία, τις μη εισηγμένες μετοχές, τα μη επεν- δυτικής βαθμίδας εταιρικά και μετα- τρέψιμα ομόλογα, καθώς και τα δάνεια.	53, 123
	Συγκέντρωση επενδυτών και αντισυμβαλλο- μένων	2.7	Συγκέντρωση επενδυτών	Ποσοστό καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού που βρίσκεται στην ιδιοκτησία των πέντε μεγαλύτερων επενδυτών	118
		2.8	Συγκέντρωση αντισυμβαλλο- μένων	Συνολική καθαρή έκθεση σε πιστω- τικό κίνδυνο προς πέντε υψηλότε- ρους αντισυμβαλλομένους (% επί της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού)	165
	3. ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΑΜΕ- ΣΗΣ ΜΕΤΑΔΟ- ΣΗΣ ΑΡΝΗΤΙΚΩΝ ΕΠΙΔΡΑΣΕΩΝ ΣΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟ- ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ	3.1	Επενδύσεις σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα	Μακροπρόθεσμη αξία επενδύσεων σε εισηγμένες μετοχές και εταιρικά ομόλογα που εκδόθηκαν από χρη- ματοπιστωτικά ιδρύματα ως ποσο- στό (%) της καθαρής αξίας στοι- χείων ενεργητικού	53, 123
		3.2	Επενδύσεις σε δομημένα και τιτλοποιημένα προϊόντα (% επί της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού)	Άθροισμα μακροπρόθεσμων ανοιγ- μάτων σε ABS, RMBS, CMBS, AMBS, ABCP, CDO, CLO, δομη- μένους τίτλους, ETP κ.α., ως ποσο- στό (%) της καθαρής αξίας στοι- χείων ενεργητικού	53, 123

		ΔΕΙΚΤΗΣ		ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΚΩΔ., πεδία στοιχείων ΟΔΟΕΕ, υπόδειγμα υποβολής στοιχείων
		#	ΟΝΟΜΑΣΙΑ		
	Διασυνδέσεις μέσω της επενδυ- τικής βάσης	3.3	Τράπεζες στην επενδυτική βάση ως ποσοστό (%) της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού	Άμεσες συνδέσεις με χρηματοπιστω- τικά ιδρύματα ως επενδυτές	209
		3.4	Ασφαλιστικές εταιρείες στην επενδυτική βάση ως ποσοστό (%) της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού		
		3.5	Συνταξιοδοτικά ταμεία στην επεν- δυτική βάση ως ποσοστό (%) της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού		
		3.6	Επενδυτικοί οργα- νισμοί στην επεν- δυτική βάση ως ποσοστό (%) της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού		
		3.7	Λοιπά χρηματοπι- στωτικά ιδρύματα στην επενδυτική βάση ως ποσοστό (%) της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού		
4. ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΔΙΑΚΟΠΗΣ ΤΗΣ ΑΜΕ- ΣΗΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗΣ		4.1	Επενδύσεις σε εταιρικά ομόλογα ως ποσοστό (%) της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού	Άθροισμα μακροπρόθεσμων τιμών εταιρικών ομολόγων, μετατρέψιμων ομολόγων που δεν εκδόθηκαν από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (επεν- δυτικής βαθμίδας και μη) ως ποσο- στό (%) της καθαρής αξίας στοι- χείων ενεργητικού	53, 123
		4.2	Επενδύσεις σε εταιρικά δάνεια ως ποσοστό (%) της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού	Μοχλευμένα και άλλα δάνεια ως ποσοστό (%) της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού	53, 123

Σύσταση E(2) — Μακροπροληπτικά όρια μόχλευσης

Η ΕΑΚΑΑ μπορεί να βοηθήσει τις ΕΑΑ όσον αφορά την πρακτική εφαρμογή των ορίων μόχλευσης παρέχοντας καθοδήγηση σχετικά με τις επιλογές σχεδιασμού, συμπεριλαμβανομένης μιας αξιολόγησης της αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητάς τους. Η οδηγία 2011/61/ΕΕ επιτρέπει τον περιορισμό της μόχλευσης εάν αυτή συμβάλλει στη «δημιουργία συστημικού κινδύνου», αλλά δεν παρέχει περαιτέρω καθοδήγηση σχετικά με τον σχεδιασμό ορίων. Οι ΕΑΑ θα μπορούσαν να ωφεληθούν από την καθοδήγηση της ΕΑΚΑΑ σχετικά με τον σχεδιασμό ορίων μόχλευσης, ενώ η ΕΑΚΑΑ θα μπορούσε να βασιστεί στη σύσταση ΕΣΣΚ/2013/1 ⁽¹⁾. Το ΕΣΣΚ συστήνει στις αρχές να σχεδιάσουν μακροπροληπτικά μέσα τα οποία να είναι αποτελεσματικά και αποδοτικά όσον αφορά την εκπλήρωση των στόχων πολιτικής τους.

Τα όρια μόχλευσης για τους ΟΕΕ μπορούν να θεωρηθούν αποτελεσματικά εφόσον αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο (i) βεβαιωμένων πωλήσεων, (ii) μετάδοσης επιδράσεων σε χρηματοοικονομικούς αντισυμβαλλομένους, και (iii) διακοπών της πιστωτικής διαμεσολάβησης. Αντιμετωπίζοντας αυτές τις αστοχίες της αγοράς, τα όρια μόχλευσης υποστηρίζουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Όσον αφορά τους ενδιάμεσους στόχους του ΕΣΣΚ, τα όρια μόχλευσης αποσκοπούν στην αντιμετώπιση του «κινδύνου υπερβολικής μόχλευσης» ⁽²⁾. Η μόχλευση σε επίπεδο συστήματος είναι υπερβολική όταν καθιστά τις οικονομίες επιρρεπείς σε χρηματοπιστωτικές κρίσεις με μεγάλο κόστος.

Προκειμένου τα όρια μόχλευσης να είναι αποτελεσματικά, το εν λόγω εργαλείο θα πρέπει να είναι απλό και οι μη επιδιωκόμενες επιδράσεις θα πρέπει να περιορίζονται. Οι αρχές θα πρέπει να επιλέγουν όρια τα οποία είναι εύκολο να βαθμονομούνται και να εφαρμόζονται, ούτως ώστε να προάγεται η διαφάνεια και να αποφεύγεται η αδράνεια. Επιπλέον, οι μη επιδιωκόμενες επιδράσεις θα πρέπει να περιορίζονται και τα όρια μόχλευσης θα πρέπει να είναι ανθεκτικά έναντι των τεχνασμάτων και του αρμπιτράζ από την πλευρά των συμμετεχόντων στην αγορά. Τα όρια μόχλευσης θα πρέπει επίσης να είναι ανάλογα του συστημικού κινδύνου που προκύπτει από τη χρήση μόχλευσης του εκάστοτε επενδυτικού οργανισμού, προκειμένου να διασφαλίζεται ότι ο τομέας παραμένει σε θέση να παράσχει πολύτιμες υπηρεσίες στην οικονομία. Για παράδειγμα, οι επενδυτικοί οργανισμοί θα πρέπει να είναι ακόμη σε θέση να υιοθετούν ποικίλες ενεργητικές στρατηγικές οι οποίες θα μπορούσαν να απορροφήσουν τους κραδασμούς σε περιπτώσεις έντασης στις αγορές. Όταν αξιολογείται το κατά πόσον απαιτείται η εφαρμογή ορίων μόχλευσης, καθώς και τα είδη των ορίων που θα ήταν ανάλογα του συστημικού κινδύνου, οι αρχές θα πρέπει να διενεργούν ανάλυση κινδύνων με βάση τα στοιχεία που συλλέγονται δυνάμει της οδηγίας 2011/61/ΕΕ και τους δείκτες κινδύνου από ένα κοινό πλαίσιο αξιολόγησης κινδύνων (την ανάπτυξη του οποίου συστήνει η ΕΑΚΑΑ στη σύσταση E1).

Προς ενημέρωση της ΕΑΚΑΑ, ο Πίνακας 5 παρέχει ένα παράδειγμα πλαισίου για την αξιολόγηση διαφόρων επιλογών σχεδιασμού ορίων μόχλευσης από την άποψη της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας. Για παράδειγμα, ο πίνακας αξιολογεί τρεις επιλογές σχεδιασμού διαρκών ορίων μόχλευσης και εξετάζει κυκλικά όρια. Αυτά τα παραδείγματα δεν αποτελούν πλήρη δέσμη επιλογών και η παρακάτω αξιολόγηση θα πρέπει να θεωρηθεί σαν ένα παράδειγμα του τρόπου με τον οποίο το πλαίσιο θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για την αξιολόγηση των διαφορετικών επιλογών σχεδιασμού.

Ένα «ενιαίο» όριο θα ήταν ίσως απλό στην εφαρμογή, αλλά θα μπορούσε να έχει σημαντικές μη επιδιωκόμενες επιδράσεις. Ένα τέτοιο όριο μπορεί να είναι αποτελεσματικό για τον περιορισμό του συστημικού κινδύνου που συνδέεται με τη μόχλευση εάν είναι δεσμευτικό για ένα μεγάλο μέρος του τομέα των επενδυτικών οργανισμών. Ωστόσο, αυτή η προσέγγιση θα μπορούσε να έχει τη μη επιδιωκόμενη συνέπεια ορισμένα επιχειρηματικά μοντέλα να καταστούν μη βιώσιμα, κάτι που θα μπορούσε να ασκήσει έντονα αρνητική επίδραση στη ρευστότητα των διαφόρων προϊόντων στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική αγορά. Επιπλέον, ένα περιοριστικό «ενιαίο» όριο μπορεί να μειώσει σημαντικά την ικανότητα του τομέα να απορροφά διαταραχές της αγοράς σε σημείο που οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων να προβαίνουν σε ενεργητικές επενδύσεις και να πηγαίνουν ενάντια στις τάσεις της αγοράς. Τέλος, με δεδομένο ότι τέτοιου είδους όρια θα μπορούσαν να περιορίσουν σημαντικά τη δραστηριότητα του τομέα των επενδυτικών οργανισμών, υπάρχει ο κίνδυνος η δραστηριότητα αυτή να μεταφερθεί σε άλλα, λιγότερο ρυθμιζόμενα, τμήματα του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Τα όρια μόχλευσης με βάση τον τύπο ή/και το προφίλ του επενδυτικού οργανισμού μπορεί να είναι ένα χρήσιμο εργαλείο για τις ΕΑΑ σε βραχυμεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Η διαφοροποίηση των ορίων μόχλευσης με βάση τον τύπο ή/και το προφίλ του επενδυτικού οργανισμού θα μπορούσε να δώσει στις αρχές τη δυνατότητα να στοχεύουν αποτελεσματικά τους επενδυτικούς οργανισμούς οι οποίοι συμβάλλουν περισσότερο στη δημιουργία συστημικού κινδύνου και, κατ' επέκταση, να αντιμετωπίζουν τις διαρθρωτικές ευπάθειες του τομέα. Μπορούν να εξεταστούν διάφορες επιλογές για τη διαφοροποίηση με βάση το προφίλ του επενδυτικού οργανισμού. Για παράδειγμα, οι αρχές που προσπαθούν να αντιμετωπίσουν τον κίνδυνο βεβαιωμένων πωλήσεων μπορεί να εξετάσουν το ενδεχόμενο επιβολής ορίων στους επενδυτικούς οργανισμούς που επιτρέπουν βραχυπρόθεσμες εξαγορές ή επενδύουν σε δυσχερέστερα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Σε άλλη περίπτωση, οι αρχές που ανησυχούν για μετάδοση δυσμενών επιδράσεων μπορεί να εξετάσουν το ενδεχόμενο επιβολής ορίων μόχλευσης στους επενδυτικούς οργανισμούς που έχουν μεγάλη ή συγκεντρωμένη έκθεση σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η ΕΑΚΑΑ θα μπορούσε να βοηθήσει τις αρχές παρέχοντας καθοδήγηση σχετικά με την κατάρτιση του προφίλ των επενδυτικών οργανισμών για τους

⁽¹⁾ Σύσταση ΕΣΣΚ/2013/1 του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου της 4ης Απριλίου 2013 σχετικά με τους ενδιάμεσους στόχους και τα εργαλεία μακροπροληπτικής πολιτικής (ΕΕ C 170 της 15.6.2013, σ. 1).

⁽²⁾ Βλέπε για παράδειγμα, τη σύσταση ΕΣΣΚ/2013/1 για μια συνοπτική παρουσίαση των ενδιάμεσων στόχων και μια χαρτογράφηση υπαρχόντων και δυνητικών μακροπροληπτικών εργαλείων.

σκοπούς της αξιολόγησης του κινδύνου που συνδέεται με τη μόχλευση και της εφαρμογής μακροπροληπτικών ορίων μόχλευσης. Οι αρχές θα μπορούσαν επίσης να λάβουν υπόψη τις διαφορές στα συνολικά επίπεδα μόχλευσης και να διαφοροποιήσουν τα όρια για κάθε τύπο επενδυτικού οργανισμού. Ένα μειονέκτημα αυτής της επιλογής είναι ότι οι επενδυτικοί οργανισμοί μπορεί να προσπαθήσουν να χειραγωγήσουν τα όρια επιδιώκοντας μια πιο ευνοϊκή ταξινόμηση ⁽¹⁾. Ίσως λοιπόν να είναι αναγκαία η επιβολή κριτηρίων για την ταξινόμηση των ΟΕΕ σε κατηγορίες επενδυτικών οργανισμών.

Πίνακας 5

Πιθανό πλαίσιο για την αξιολόγηση των επιλογών σχεδιασμού ορίων μόχλευσης από την άποψη της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας

	Επιλογές σχεδιασμού ορίων μόχλευσης	Διαρκή όρια μόχλευσης			Κυκλικά όρια
		1	2	3	
		Ένα «ενιαίο» όριο	Όρια κατά τύπο αμοιβαίου κεφαλαίου	Όρια κατά προφίλ αμοιβαίου κεφαλαίου	
Αποτελεσματικότητα	Βεβαιωμένες πωλήσεις	Αποτελεσματικός περιορισμός όλων των αστοχιών της αγοράς εάν το όριο είναι δεσμευτικό για μεγάλο μέρος των μοχλευμένων αμοιβαίων κεφαλαίων	Αποτελεσματικός περιορισμός όλων των αστοχιών της αγοράς εάν τα όρια είναι δεσμευτικά για μεγάλο μέρος των μοχλευμένων αμοιβαίων κεφαλαίων	Αποτελεσματικό όταν στοχεύει μοχλευμένα αμοιβαία κεφάλαια με μη ευχερώς ρευστοποιήσιμα χαρτοφυλάκια ή/και σύντομες περιόδους εξαγορές	Οι επιλογές σχεδιασμού 1 έως 3 μπορούν να εφαρμόζονται κατά χρονικά μεταβαλλόμενο τρόπο. Οι επιμέρους επιλογές θα είχαν το ίδιο αποτέλεσμα, αλλά τα κυκλικά όρια μόχλευσης θα ήταν καταλληλότερα για τον περιορισμό της δημιουργίας κινδύνων στην ανοδική φάση του χρηματοοικονομικού κύκλου και την υλοποίηση κινδύνων στην καθοδική φάση.
	Εξωγενής επίδραση αντισυμβαλλομένων και διασύνδεσης			Αποτελεσματικό όταν στοχεύει μοχλευμένα αμοιβαία κεφάλαια με ισχυρές άμεσες διασυνδέσεις με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.	
	Υπερβολική πιστωτική διαμεσολάβηση			Αποτελεσματικό όταν στοχεύει μοχλευμένα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε εταιρικά ομόλογα και δάνεια.	
Αποδοτικότητα	Αναλογικός χαρακτήρας	Ένα χαμηλό όριο θα μπορούσε να καταστήσει μη βιώσιμους ορισμένους τύπους αμοιβαίων κεφαλαίων (π.χ. αντιστάθμισης κινδύνων), ενώ ένα υψηλό όριο θα αποτύγχανε να αποτρέψει μια γενικευμένη δημιουργία μόχλευσης	Τα όρια στοχεύουν τύπους αμοιβαίων κεφαλαίων με σχετικά υψηλό δείκτη αντιστάθμισης κινδύνων, αλλά δεν κάνουν διάκριση μεταξύ των προφίλ κινδύνου εντός ενός τύπου αμοιβαίων κεφαλαίων	Τα όρια στοχεύουν διαφορετικά προφίλ κινδύνου γενικών αμοιβαίων κεφαλαίων σε όλους τους τύπους αμοιβαίων κεφαλαίων	Η αναλογικότητα εξαρτάται από την επιλογή σχεδίου ορίων

⁽¹⁾ Σύμφωνα με την οδηγία 2011/61/ΕΕ, οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να επιλέξουν τον τύπο αμοιβαίου κεφαλαίου.

	Επιλογές σχεδιασμού ορίων μόχλευσης	Διαρκή όρια μόχλευσης			Κυκλικά όρια
		1	2	3	
		Ένα «ενιαίο» όριο	Όρια κατά τύπο αμοιβαίου κεφαλαίου	Όρια κατά προφίλ αμοιβαίου κεφαλαίου	
	Ανθεκτικότητα σε τεχνάσματα και αρμπιτράζ	Κανένα περιθώριο τεχνασμάτων και αρμπιτράζ	Κάποιο περιθώριο τεχνασμάτων και αρμπιτράζ καθώς τα μεικτά αμοιβαία κεφάλαια θα μπορούσαν να επιδιώξουν μια πιο ευνοϊκή ταξινόμηση	Οι ευκαιρίες για τεχνάσματα και αρμπιτράζ είναι μάλλον απίθανες όταν υπάρχει μικρός αριθμός αυστηρώς ορισμένων προφίλ	Το περιθώριο για τεχνάσματα και αρμπιτράζ εξαρτάται από την επιλογή σχεδίου ορίου
	Σύνθετος χαρακτήρας βαθμονόμησης	Η πιο απλή επιλογή σχεδίου	Σχετικά απλό με μικρό αριθμό αυστηρώς ορισμένων τύπων αμοιβαίων κεφαλαίων	Σχετικά απλό με μικρό αριθμό αυστηρώς ορισμένων προφίλ αμοιβαίων κεφαλαίων	Απαιτείται δείκτης κυκλικής μόχλευσης και δείκτης μέτρησης της συμβολής των αμοιβαίων κεφαλαίων, κάτι που καθιστά τη βαθμονόμηση ακόμη πιο σύνθετο.

Πηγή: Van der Veer et al, Πίνακας 4.1 (2017).

Πιο μακροπρόθεσμα θα μπορούσε επίσης να διερευνηθεί η κυκλική μόχλευση. Οι αρχές μπορεί επίσης να θελήσουν να εξετάσουν την εφαρμογή ορισμένου σχεδίου ορίου μόχλευσης (π.χ. ενιαίο όριο, όριο κατά τύπο αμοιβαίου κεφαλαίου, όριο κατά προφίλ αμοιβαίου κεφαλαίου) με κυκλικό τρόπο. Συγκριτικά με τα διαρκή όρια μόχλευσης, τα κυκλικά όρια θα ήταν καταλληλότερα για τον περιορισμό της δημιουργίας και υλοποίησης κινδύνων στην ανοδική και την καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου αντίστοιχα. Σε βραχυμεσοπρόθεσμο ορίζοντα μια κυκλική προσέγγιση δεν θα ήταν ωστόσο εφικτή, καθώς θα απαιτούσε έναν δείκτη για τον χρηματοοικονομικό κύκλο και έναν δείκτη για τη συμβολή του αμοιβαίου κεφαλαίου, κάτι που θα καθιστούσε αυτό το μέτρο ακόμη πιο σύνθετο. Υιοθετώντας την ίδια προσέγγιση με εκείνη που ακολουθήθηκε για τα όρια μόχλευσης σύμφωνα με τη Βασιλεία III, η εστίαση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα θα μπορούσε να είναι στα διαρκή όρια. Τα κυκλικά όρια θα μπορούσαν να διερευνηθούν όταν οι αρχές θα έχουν αποκτήσει περισσότερη εμπειρία στη χρήση διαρκών ορίων.

Τα όρια μόχλευσης θα πρέπει να βασίζονται στους δείκτες μόχλευσης σύμφωνα με την οδηγία 2011/61/ΕΕ προκειμένου να ενισχυθεί η συνεπής εφαρμογή και η διαφάνεια, καθώς και να αποφευχθεί το κανονιστικό αρμπιτράζ. Η χρήση κοινών μέτρων μόχλευσης βοηθά τις αρχές να επιτύχουν συνεπή εφαρμογή ορίων μόχλευσης στην Ευρώπη. Επίσης, ενισχύει τη διαφάνεια του μέτρου πολιτικής και την ευκολία εφαρμογής του. Επιπλέον, η χρήση κοινών μέτρων βοηθά στον περιορισμό του κανονιστικού αρμπιτράζ από τους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων. Σημειώνοντας τον πολύπλοκο χαρακτήρα που έχει η μέτρηση της μόχλευσης, οι αρχές θα πρέπει ιδανικά να βασίζονται σε υπάρχουσες έννοιες και δείκτες που χρησιμοποιούνται για την παροχή στοιχείων σχετικά με τη μόχλευση σύμφωνα με την οδηγία 2011/61/ΕΕ.

Μια περιοδική επανεξέταση των ορίων μόχλευσης θα οδηγήσει σε (i) βελτιώσεις βασισμένες στην εμπειρία και (ii) ευθυγράμμιση με τα διεθνή πρότυπα. Θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι τα μέτρα μόχλευσης σύμφωνα με την οδηγία 2011/61/ΕΕ επί του παρόντος δεν έχουν οριστεί τέλεια ή ότι τα μέτρα τελικά δεν θα είναι συμβατά με τα διεθνή πρότυπα (όπως εκείνα που έχει αναπτύξει ο IOSCO). Ωστόσο, ένα σημαντικό πλεονέκτημα της χρήσης των μέτρων μόχλευσης σύμφωνα με την οδηγία 2011/61/ΕΕ είναι ότι τυχόν μελλοντικές βελτιώσεις όσον αφορά τη μέτρηση της μόχλευσης θα λαμβάνονται υπόψη αυτομάτως και με συνέπεια εάν διενεργείται τακτική επανεξέταση. Μια περιοδική επανεξέταση θα συνέβαλε επίσης στην επίτευξη συνέπειας με τα διεθνή πρότυπα (ΣΧΣ, IOSCO). Μια περιοδική αναθεώρηση του ορίου μόχλευσης θα ήταν συμβατή με τη σύσταση ΕΣΣΚ/2013/1. (1)

Η καθοδήγηση σχετικά με τα κριτήρια για την εφαρμογή ορίων μόχλευσης βοηθά τις ΕΑΑ στην πρακτική εφαρμογή ορίων μόχλευσης. Η σαφής καθοδήγηση ενισχύει τη συνεπή εφαρμογή στην Ευρώπη και μετριάξει την αδράνεια.

(1) Βλέπε για παράδειγμα, σύσταση Δ της σύστασης ΕΣΣΚ/2013/1.

Η ΕΑΚΑΑ θα μπορούσε να βοηθήσει τις αρχές στην πρακτική εφαρμογή ορίων μόχλευσης παρέχοντας καθοδήγηση σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο οι αρχές θα πρέπει να εξισορροπούν τα μέτρα που βασίζονται σε κανόνες και τη λήψη μέτρων στο πλαίσιο διακριτικής ευχέρειας. Θα πρέπει να επιτευχθεί μια κατάσταση ισορροπίας ανάμεσα στην ευκολία εφαρμογής μέτρων βάσει κανόνων και την ευελιξία άσκησης διακριτικής ευχέρειας.

Σύσταση E(3) — Διαδικασία κοινοποίησης

Η ΕΑΚΑΑ αναμένεται να αναπτύξει μια σαφή διαδικασία κοινοποίησης για τις αποφάσεις που λαμβάνουν οι ΕΑΑ δυνάμει του άρθρου 25 της ΟΔΟΕΕ. Μια τέτοια εναρμονισμένη διαδικασία κοινοποίησης επιτρέπει στις ΕΑΑ να ενημερώνουν την ΕΑΚΑΑ με αποτελεσματικό τρόπο. Κατ' επέκταση, επιτρέπει στην ΕΑΚΑΑ και το ΕΣΣΚ να αναλύουν αυτές τις κοινοποιήσεις με αποτελεσματικό και αποδοτικό τρόπο.

Σύσταση E(4) — Συγκριτική αξιολόγηση

Για την περαιτέρω προώθηση μιας ορθής, αποτελεσματικής και συνεπούς κανονιστικής ρύθμισης και εποπτείας, συστήνεται η ΕΑΚΑΑ να προβαίνει σε συγκριτική αξιολόγηση της άσκησης από τις ΕΑΑ των εξουσιών τους δυνάμει του άρθρου 25 παράγραφος 3 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ. Αυτή η συγκριτική αξιολόγηση θα μπορούσε, για παράδειγμα, να παρέχει μια ένδειξη των συνθηκών στις οποίες έγινε η άσκηση των εξουσιών, καθώς και των απαιτήσεων που επιβλήθηκαν για την αντιμετώπιση διαφόρων καταστάσεων. Αυτό μπορεί να συμβάλει στον προσδιορισμό βέλτιστων πρακτικών. Η ΕΑΚΑΑ αναμένεται επίσης να συζητά τα αποτελέσματα αυτής της συγκριτικής αξιολόγησης με τα μέλη της και να μεταφέρει τις γνώσεις της σχετικά με τις ενέργειες των ΕΑΑ στις εθνικές αρχές μακροπροληπτικής εποπτείας και το ΕΣΣΚ.

Αν και τα αποτελέσματα των ασκήσεων συγκριτικής αξιολόγησης δεν είναι δεσμευτικά, μπορούν να λαμβάνονται υπόψη από τις ΕΑΑ κατά τη διαμόρφωση των πρακτικών τους. Για παράδειγμα, έχουν διενεργηθεί ασκήσεις συγκριτικής αξιολόγησης σχετικά με την αξιολόγηση από τις ΕΑΑ των εσωτερικών προσεγγίσεων που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των απαιτήσεων ιδίων κεφαλαίων από τις τράπεζες⁽¹⁾ και των σεναρίων για σχέδια εξυγίανσης σύμφωνα με την οδηγία 2014/59/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της ΕΕ⁽²⁾,⁽³⁾. Αυτές οι ασκήσεις δείχνουν τη χρησιμότητα που έχει η συγκριτική αξιολόγηση όσον αφορά τη σύγκριση εποπτικών πρακτικών, η οποία προάγει τη σύγκλισή τους, καθώς και τη βελτίωση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων από τις ΕΑΑ, διατηρώντας ταυτόχρονα τη διακριτική ευχέρεια των εποπτικών αρχών. Η συγκριτική αξιολόγηση θα μπορούσε επίσης να συμβάλει στην έκδοση κατ' εξουσιοδότηση πράξεων της Επιτροπής σύμφωνα με το άρθρο 25 παράγραφος 9 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ (αρχές που προσδιορίζουν τις συνθήκες υπό τις οποίες οι ΕΑΑ ασκούν τις εξουσίες που απορρέουν από το άρθρο 25 παράγραφος 3, λαμβανομένων υπόψη των διαφορετικών στρατηγικών των ΟΕΕ, των διαφορετικών συνθηκών στην αγορά υπό τις οποίες λειτουργούν οι ΟΕΕ, και των πιθανών προκύπτοντων επιδράσεων της εφαρμογής των διατάξεων).

Π.5.2 Μη επιδιωκόμενες επιδράσεις

Υπάρχει σχέση αντιστάθμισης ανάμεσα στο επίπεδο εναρμόνισης και τις εξουσίες που εμπίπτουν στη διακριτική ευχέρεια των ΕΑΑ. Καθώς αυτή η σύσταση αποσκοπεί στην προαγωγή μιας εναρμονισμένης προσέγγισης όσον αφορά την πρακτική εφαρμογή του άρθρου 25, υπονοούνται ορισμένοι περιορισμοί στις εξουσίες που εμπίπτουν στη διακριτική ευχέρεια των ΕΑΑ. Μάλιστα, η εξουσία της ΕΑΚΑΑ να εκδίδει κατευθυντήριες γραμμές αποσκοπεί στην προαγωγή της εποπτικής σύγκλισης. Ωστόσο, ως ακραία επίδραση, η καθοδήγηση της ΕΑΚΑΑ σχετικά με το πλαίσιο αξιολόγησης κινδύνων και ο σχεδιασμός, η βαθμονόμηση και η εφαρμογή μακροπροληπτικών ορίων μόχλευσης θα μπορούσε να δημιουργήσει μη επιδιωκόμενους φραγμούς στις ΕΑΑ όσον αφορά την άσκηση των εξουσιών που εμπίπτουν στη διακριτική τους ευχέρεια για την εφαρμογή μακροπροληπτικών ορίων μόχλευσης στους ΟΕΕ τους οποίους διαχειρίζονται διαχειριστές στη δικαιοδοσία τους.

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

⁽²⁾ Οδηγία 2014/59/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Μαΐου 2014, για τη θέσπιση πλαισίου για την ανάκαμψη και την εξυγίανση πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων και για την τροποποίηση της οδηγίας 82/891/ΕΟΚ του Συμβουλίου, και των οδηγιών 2001/24/ΕΚ, 2002/47/ΕΚ, 2004/25/ΕΚ, 2005/56/ΕΚ, 2007/36/ΕΚ, 2011/35/ΕΕ, 2012/30/ΕΕ και 2013/36/ΕΕ, καθώς και των κανονισμών (ΕΕ) αριθ. 1093/2010 και (ΕΕ) αριθ. 648/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (ΕΕ L 173 της 12.6.2014, σ. 190).

⁽³⁾ Βλέπε την έκθεση στη διεύθυνση: <https://www.eba.europa.eu/-/eba-benchmarks-approaches-on-scenarios-in-recovery-plans>.

Παραπομπές

Τράπεζα της Αγγλίας (2015), *Financial Stability Report*, Τεύχος αριθ. 38, Δεκέμβριος.

Τράπεζα της Αγγλίας (2016), *Financial Stability Report*, Τεύχος αριθ. 39, Ιούλιος, σ. 8.

Τράπεζα της Αγγλίας (2016), *Financial Stability Report*, Τεύχος αριθ. 40, Νοέμβριος.

Bengtsson, E. (2016), "Investment funds, shadow banking and systemic risk", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, τόμος 24 Τεύχος: 1, σ. 60-73.

Clerc, L., Giovannini, A., Langfield, S., Peltonen, T., Portes, R. and Scheicher, M. (2016), "Indirect contagion: the policy problem", *ΕΣΣΚ, Occasional Paper Series*, αριθ. 9, Ιανουάριος.

Cohn, C., Milliken, D. and Jessop, S., (2016), *Number of UK property funds suspended since Brexit vote doubles*, Αύγουστος, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://uk.reuters.com/article/uk-britain-eu-property/number-of-uk-property-funds-suspended-since-brexit-vote-doubles-idUKKCN0ZL13H>

Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (2010), "CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS", *Feedback Statement*, Ιούλιος.

Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 231/2013 της Επιτροπής, της 19ης Δεκεμβρίου 2012, προς συμπλήρωση της οδηγίας 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις εξαιρέσεις, τους γενικούς όρους λειτουργίας, τους θεματοφύλακες, τη μόχλευση, τη διαφάνεια και την εποπτεία (ΕΕ L 83 της 22.3.2013, σ. 1).

Οδηγία 2007/16/ΕΚ της Επιτροπής, της 19ης Μαρτίου 2007, για την εφαρμογή της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) όσον αφορά τη διευκρίνιση ορισμένων ορισμών (ΕΕ L 79 της 20.3.2007, σ. 11).

Οδηγία 2010/43/ΕΕ της Επιτροπής, της 1ης Ιουλίου 2010, για την εφαρμογή της οδηγίας 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις οργανωτικές απαιτήσεις, τις συγκρούσεις συμφερόντων, την άσκηση επιχειρηματικής δραστηριότητας, τη διαχείριση κινδύνου και το περιεχόμενο της συμφωνίας μεταξύ ενός θεματοφύλακα και μιας εταιρείας διαχείρισης (ΕΕ L 176 της 10.7.2010, σ. 42).

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, ομιλία στην κοινή διάσκεψη Ευρωπαϊκής Επιτροπής και Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για τη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση και σταθερότητα στην Ευρώπη, Φρανκφούρτη, Γερμανία, Απρίλιος.

Οδηγία 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 13ης Ιουλίου 2009, για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) (ΕΕ L 302 της 17.11.2009, σ. 32).

Οδηγία 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 8ης Ιουνίου 2011, σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων και για την τροποποίηση των οδηγιών 2003/41/ΕΚ και 2009/65/ΕΚ και των κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 και (ΕΕ) αριθ. 1095/2010 (ΕΕ L 174 της 1.7.2011, σ. 1).

Οδηγία 2014/59/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Μαΐου 2014, για τη θέσπιση πλαισίου για την ανάκαμψη και την εξυγίανση πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων και για την τροποποίηση της οδηγίας 82/891/ΕΟΚ του Συμβουλίου, και των οδηγιών 2001/24/ΕΚ, 2002/47/ΕΚ, 2004/25/ΕΚ, 2005/56/ΕΚ, 2007/36/ΕΚ, 2011/35/ΕΕ, 2012/30/ΕΕ και 2013/36/ΕΕ, καθώς και των κανονισμών (ΕΕ) αριθ. 1093/2010 και (ΕΕ) αριθ. 648/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (ΕΕ L 173 της 12.6.2014, σ. 190).

Οδηγία 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Μαΐου 2014, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/ΕΚ και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ (ΕΕ L 173 της 12.6.2014, σ. 349).

Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, έκθεση, διαθέσιμη στη διεύθυνση <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, έκδοση, Δεκέμβριος, διαθέσιμη στη διεύθυνση <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2016), *Financial Stability Review*, Μάιος.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2012), *Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments*, διατίθεται στη διεύθυνση 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*, Δεκέμβριος.

Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών, Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τις υποχρεώσεις παροχής στοιχείων δυνάμει του άρθρου 3 παράγραφος 3 στοιχείο δ) και του άρθρου 24 παράγραφοι 1, 2 και 4 της οδηγίας ΔΟΕΕ, (ESMA/2014/869EL), Αύγουστος.

Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, No 2.

Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, ESMA/2016/596 γνωμοδότηση, Απρίλιος, διαθέσιμη στη διεύθυνση https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf

Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, αριθ. 1, Ιούλιος.

Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, αριθ. 2, Μάιος.

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

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

Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, Ιανουάριος.

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

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

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

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

Lehecka, G. and Ubl, E. (2015), “Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer”, *OeNB Financial Stability Report*, αριθ. 30, Δεκέμβριος.

Maijoor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, ομιλία στο εργαστήριο του ΕΣΣΚ για το σκιάζον τραπεζικό σύστημα (ESRB Shadow Banking Workshop), Φρανκφούρτη, Γερμανία, Μάιος.

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

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

Σύσταση ΕΣΣΚ/2012/1 του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου, της 20ής Δεκεμβρίου 2012, για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (ΕΕ C 146 της 25.5.2013, σ. 1).

Σύσταση ΕΣΣΚ/2013/1 του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου, της 4ης Απριλίου 2013, σχετικά με τους ενδιάμεσους στόχους και τα εργαλεία μακροπροληπτικής πολιτικής (ΕΕ C 170 της 15.6.2013, σ. 1).

Σύσταση ΕΣΣΚ/2014/1 του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου, της 18ης Ιουνίου 2014, σχετικά με καθοδήγηση για τον καθορισμό των ποσοστών αντικυκλικών αποθεμάτων ασφαλείας (ΕΕ C 293 της 2.9.2014, σ. 1).

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 648/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4ης Ιουλίου 2012, για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών (ΕΕ L 201 της 27.7.2012, σ. 1).

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 575/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013, σχετικά με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις επενδύσεων και την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 (ΕΕ L 176 της 27.6.2013, σ. 1).

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1073/2013 της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 18ης Οκτωβρίου 2013 σχετικά με τα στατιστικά στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού των επενδυτικών οργανισμών (ΕΚΤ/2013/38) (ΕΕ L 297 της 7.11.2013, σ. 73).

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 909/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 23ης Ιουλίου 2014, σχετικά με τη βελτίωση του διακανονισμού αξιογράφων στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων και για την τροποποίηση των οδηγιών 98/26/ΕΚ και 2014/65/ΕΕ και του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 236/2012 (ΕΕ L 257 της 28.8.2014, σ. 1).

Κανονισμός (ΕΕ) 2015/760 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 29ης Απριλίου 2015, σχετικά με τα ευρωπαϊκά μακροπρόθεσμα επενδυτικά κεφάλαια (ΕΕ L 123 της 19.5.2015, σ. 98).

Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1131 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2017, για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (ΕΕ L 169 της 30.6.2017, σ. 8).

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

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

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

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, ομιλία στο συνέδριο με τίτλο “The New York Times DealBook Opportunities for Tomorrow”, Νέα Υόρκη, Δεκέμβριος.

Προσάρτημα

Πίνακας Α1

Διαθεσιμότητα εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας στα κράτη μέλη της Ένωσης (Πηγή: ΕΑΚΑΑ)

	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
Όρια (gates)	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI	OXI	NAI	NAI	OXI	NAI	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	NAI	NAI	OXI	NAI	OXI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	OXI	OXI	NAI	NAI
Παράπλευρα ανεξάρτητα χαρτοφυλάκια (side pockets)	NAI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI	OXI	NAI	NAI	OXI	NAI	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	NAI	NAI	OXI	NAI	OXI	NAI	NAI	NAI	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI
Εισφορά για την αποτροπή της απομείωσης αξίας (anti-dilution levy)	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	NAI	NAI	OXI	NAI	OXI	OXI	NAI	OXI	NAI	NAI	OXI	OXI	OXI	NAI
Έξοδα εξαγοράς	NAI	OXI	OXI	NAI	OXI	NAI	OXI	NAI	OXI	NAI	NAI	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	NAI	NAI	OXI	NAI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	NAI
Εξόφληση σε είδος	NAI	OXI	OXI	NAI	OXI	NAI	OXI	NAI	NAI	NAI	NAI	OXI	NAI	OXI	NAI	OXI	NAI	NAI	OXI	NAI	OXI	NAI	NAI	OXI	NAI	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI
Αναστολή εξαγορών	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI
Προσαρμοζόμενη τιμολόγηση (swing pricing)	NAI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	NAI	NAI	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI	NAI	OXI	NAI	OXI	OXI	NAI	NAI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	NAI
Βραχυπρόθεσμη δανειοληψία	NAI	OXI	NAI	NAI	NAI	NAI	OXI	NAI	NAI	NAI	NAI	NAI	OXI	OXI	NAI	NAI	NAI	NAI	OXI	NAI	OXI	NAI	NAI	OXI	NAI	NAI	OXI	NAI	NAI	NAI
Υποχρεωτικά αποθέματα ασφαλείας ρευστότητας	NAI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	NAI
Συνοδευτικές επιστολές	NAI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	NAI	NAI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI	NAI	OXI	NAI	OXI	NAI	NAI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	NAI
Άλλα εργαλεία/δείκτες	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI	NAI	OXI	NAI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI	OXI	OXI	OXI	NAI	OXI	OXI	OXI	NAI