

I.

(Rezolucije, preporuke i mišljenja)

PREPORUKE

EUROPSKI ODBOR ZA SISTEMSKE RIZIKE

PREPORUKA EUROPSKOG ODBORA ZA SISTEMSKE RIZIKE

od 7. prosinca 2017.

o likvidnosnim rizicima i rizicima financijske poluge u investicijskim fondovima

(ESRB/2017/6)

(2018/C 151/01)

OPĆI ODBOR EUROPSKOG ODBORA ZA SISTEMSKE RIZIKE,

uzimajući u obzir Ugovor o funkcioniranju Europske unije,

uzimajući u obzir Uredbu (EU) br. 1092/2010 Europskog parlamenta i Vijeća od 24. studenoga 2010. o makrobonitetnom nadzoru financijskog sustava Europske unije i osnivanju Europskog odbora za sistemske rizike ⁽¹⁾, a posebno njezin članak 3. stavak 2. točke (b), (d) i (f) te članke od 16. do 18.,

uzimajući u obzir Odluku ESRB/2011/1 Europskog odbora za sistemske rizike od 20. siječnja 2011. o donošenju Poslovnika Europskog odbora za sistemske rizike ⁽²⁾, a osobito njezine članke od 18. do 20.,

budući da:

- (1) Sektor investicijskih fondova značajno se proširio tijekom prošlog desetljeća, kako u Uniji, tako i globalno, stoga investicijski fondovi sada čine znatan sveukupni dio tržišta vrijednosnih papira. Očekuje se da će se uloga investicijskih fondova u financijskom posredovanju dalje povećavati u okruženju niskih kamatnih stopa i ograničenja bilanci u bankarskom sektoru, povezano s promjenama proizašlim iz razvoja unije tržišta kapitala. Regulatorna tijela su pozdravila ova kretanja jer diversifikacija financijskih izvora može pomoći poboljšanju učinkovitosti i otpornosti financijskog sustava kao cjeline.
- (2) Međutim, postoji zabrinutost da povećano financijsko posredovanje od strane investicijskih fondova može imati za posljedicu jačanje buduće financijske krize. Neusklađenosti između likvidnosti imovine otvorenih investicijskih fondova i njihovih profila isplate može imati za posljedicu prisilnu prodaju kako bi se udovoljilo zahtjevima za isplatu u vrijeme tržišnog stresa. Takve prisilne prodaje mogle bi nepovoljno utjecati na druge sudionike na financijskom tržištu koji posjeduju istu ili usko povezanu imovinu. Nadalje, financijska poluga može povećati utjecaj negativnih tržišnih kretanja jer stvara izloženost koja premašuje imovinu investicijskog fonda. Osim takvih kanala neizravne zaraze, investicijski fond može proširiti rizik putem međusobne povezanosti, npr. međupovezanost sa svojim ulagačima, što je izravni kanal putem kojeg se šokovi mogu prenijeti na druge financijske institucije.
- (3) Investicijski fondovi su također osjetljivi na promjene u tržišnoj dinamici i strukturi. Primjerice, u okruženju niskih kamatnih stopa, potraga za prinosima može potaknuti veći udio ulaganja u manje likvidnu imovinu. Postoji rizik da šokovi na makro razini, poput promjene premija rizika, mogu dovesti do češćih zahtjeva za isplatu od strane ulagača u investicijske fondove. To može biti naročito izraženo u investicijskim fondovima koji u svojim portfeljima drže veliki udio visokozadužene imovine i manje likvidne imovine.

⁽¹⁾ SL L 331, 15.12.2010., str. 1.

⁽²⁾ SL C 58, 24.2.2011., str. 4.

- (4) Pored toga, osim ako se ovim rizikom upravlja na odgovarajući način, neki ulagači mogu iskoristiti „prednost prvog ulaska”, odnosno ulagači koji iskupe prije stresnih situacija ili u ranim fazama stresnih situacija na tržištu, ne snose sve posljedice takvih stresnih situacija na tržištu i ostavljaju preuzimanje tereta preostalim ulagačima.
- (5) Postojeći zakonodavni okvir u Uniji uključuje mjere za smanjivanje povećanih utjecaja sektora investicijskih fondova u financijskoj krizi i jačanje otpornosti investicijskih fondova. Zakonodavni okvir sastoji se od Direktive 2009/65/EZ ⁽¹⁾ i 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća ⁽²⁾.
- (6) Direktive 2009/65/EZ i 2011/61/EU sadrže zahtjeve za upravljanje likvidnošću. Od alternativnih investicijskih fondova zahtijeva se da imaju politike isplata koje su u skladu s profilom likvidnosti njihove investicijske strategije i da provode redovno testiranje na stres u normalnim i iznimnim uvjetima likvidnosti. Subjekti za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) podvrgnuti su detaljnim pravilima prihvatljivosti koja uređuju vrstu imovine u koju im je dozvoljeno ulagati i moraju, prema potrebi, provoditi testiranje otpornosti na stres.
- (7) Da bi se rješavali sistemski rizici povezani s financijskom polugom, direktive 2009/65/EZ i 2011/61/EU trenutno osiguravaju pravnu osnovu za ograničavanje gomilanja financijske poluge u investicijskim fondovima. Članak 51. stavak 3. Direktive 2009/65/EZ utvrđuje ograničenje ulaganja na izloženosti UCITS-a u odnosu na izvedenice, a članak 83. stavak 2. točka (a) iste direktive utvrđuje gornju granicu privremenog zaduživanja na 10 %. Članak 25. stavak 3. Direktive 2011/61/EU dozvoljava nacionalnim nadležnim tijelima da utvrde ograničenja u vezi s financijskom polugom ili druga ograničenja u upravljanju alternativnim investicijskim fondovima. Pored toga, članak 25. stavak 7. Direktive 2011/61/EU osigurava ulogu Europskom nadzornom tijelu za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) za utvrđivanje da financijska poluga koju primjenjuje upravitelj alternativnog investicijskog fonda (AIFM) ili grupa upravitelja alternativnih investicijskih fondova predstavlja značajan rizik za stabilnost i cjelovitost financijskog sustava, a ESMA može dati savjet nacionalnim nadležnim tijelima o utvrđivanju korektivnih mjera koje mogu poduzeti, uključujući ograničenja razine financijske poluge.
- (8) Jamči se primjena dosljedno visokih standarda u odnosu na sposobnost upravitelja fonda da upravlja rizicima u Uniji kako bi se osiguralo da će reguliranje smanjiti sistemski rizik. Postoji dokaz da sadašnji zakonodavni okvir osigurava djelotvorno upravljanje rizikom od strane investicijskih fondova na makrobonitetnoj razini. Međutim, njegova djelotvornost s makrobonitetnog stajališta je uglavnom neprovjerena. Svrha ove Uredbe jest regulirati sistemske rizike povezane s likvidnosnim neusklađenostima i upotrebom financijske poluge u investicijskim fondovima. To će poboljšati makrobonitetni okvir u Uniji jer se primjenjuje na sektor upravljanja imovinom.
- (9) Preporuka A osmišljena je da regulira rizike koji mogu nastati kada upravitelji fonda nemaju odgovarajuće instrumente za upravljanje likvidnošću kao što su naknade za isplatu, ograničenja isplate ili mogućnost da privremeno suspendiraju isplate. U nedostatku takvih instrumenata, pritisci za isplatu tijekom razdoblja smanjenja cijena imovine mogu prouzročiti likvidnosne stresove u čitavom sustavu i povećati pad cijena imovine, što može dovesti do rizika za financijsku stabilnost. Dostupnost raznolikog skupa instrumenata za upravljanje likvidnošću u svim državama članicama povećalo bi mogućnost upravitelja fondova za rješavanje pritisaka za isplatu kada tržišna likvidnost postane stresna. Pored toga, Preporuka A poziva na daljnje pojašnjenje privremenih obustava isplata od strane nacionalnih nadležnih tijela.
- (10) Preporuka B osmišljena je da smanji i spriječi pretjerane likvidnosne neusklađenosti otvorenih alternativnih investicijskih fondova. Neki otvoreni alternativni investicijski fondovi imaju veliki udio svojih investicija u samo po sebi manje likvidnoj imovini. To uključuje investicijske fondove koji ulazu u nekretnine, neuvrštene vrijednosne papire, zajmove i drugu alternativnu imovinu. Postoji potreba takvih investicijskih fondova da nacionalnim nadležnim tijelima tijekom postupka dobivanja odobrenja i/ili nakon postupka dobivanja odobrenja, pokažu sposobnost održavanja svoje investicijske strategije u uvjetima stresa na tržištu.
- (11) Preporuka C osmišljena je za poticanje dosljedne prakse testiranja otpornosti na likvidnosni stres na razini investicijskog fonda. Testovi otpornosti na stres su instrumenti koji pomažu upravitelju fonda da utvrdi moguće slabosti investicijske strategije i pomažu u pripremi investicijskog fonda za krizu. Ako se ispravno koristi, kao

⁽¹⁾ Direktiva 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 13. srpnja 2009. o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) (SL L 302, 17.11.2009., str. 32.).

⁽²⁾ Direktiva 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 8. lipnja 2011. o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova i o izmjeni direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ te uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010 (SL L 174, 1.7.2011., str. 1.).

instrument upravljanja rizikom i instrument za donošenje odluka, test otpornosti na stres trebao bi smanjiti likvidnosni rizik na razini investicijskog fonda i doprinijeti smanjenju likvidnosnog rizika na razini financijskog sustava. Očekuje se da smjernice o testiranju otpornosti na likvidnosni stres upravitelja fonda smanje likvidnosni rizik na razini investicijskog fonda i na razini sustava te da ojačaju mogućnost subjekata da upravljaju likvidnošću u najboljem interesu ulagača, uključujući izbjegavanje iznenađenja i posljedičnih izvanrednih reakcija tijekom razdoblja neočekivano visokih isplata.

- (12) Preporuka D osmišljena je da uspostavi usklađeni izvještajni okvir za UCITS-e u Uniji. Iako mnoge države u Uniji imaju izvještajne obveze za UCITS-e, izvještajne prakse prilično se razlikuju u pogledu učestalosti izvješćivanja, obuhvaćenih UCITS-a i dostavljenih podataka. Nedostatak usklađenog izvještajnog okvira sprječava praćenje i sveobuhvatnu procjenu mogućih doprinosa UCITS-a rizicima za financijsku stabilnost. Usklađeni izvještajni okvir za UCITS-e također će smanjiti postojeće izvještajne neučinkovitosti za nacionalna nadležna tijela i industriju.
- (13) Preporuka E osmišljena je da olakša provedbu članka 25. Direktive 2011/61/EU koji predviđa makrobonitetni instrument za ograničavanje financijske poluge u alternativnim investicijskim fondovima. Postoji potreba za pojašnjenjem upotrebe ovog instrumenta razvijanjem zajedničkog pristupa radi osiguravanja da nacionalna nadležna tijela budu u stanju upotrebljavati instrument na ujednačeni način. Stoga treba razraditi smjernice o okviru za procjenu rizika financijske poluge i izradu, kalibraciju i provedbu ograničenja financijske poluge.
- (14) Ova Preporuka podržava proporcionalni okvir za upravljanje sistemskim rizicima koji mogu nastati u sektoru investicijskih fondova ili koje oni mogu propagirati, dok održavaju ključna obilježja isplate koja privlači ulagače u otvorene investicijske fondove i olakšavaju zajedničko ulaganje.
- (15) Ova Preporuka uzima u obzir pokrenute međunarodne i europske inicijative o makrobonitetnim politikama radi smanjenja rizika likvidnosnih neusklađenosti i financijske poluge u investicijskim fondovima, i posebno, rad Odbora za financijsku stabilnost (FSB) i Međunarodne organizacije komisija za vrijednosne papire (IOSCO). FSB je 12. siječnja 2017. objavio preporuke radi rješavanja strukturnih slabosti iz aktivnosti upravljanja imovinom koje proizlaze iz likvidnosnih neusklađenosti i upotrebe financijske poluge u investicijskim fondovima⁽¹⁾. Radi nadopunjavanja rada FSB-a, IOSCO-u je dodijeljen zadatak provedbe FSB-ovih preporuka. Ovaj postupak je trenutno u tijeku.
- (16) Radi provedbe makrobonitetnih elemenata sadašnjeg regulatornog okvira za investicijske fondove i radi osiguravanja da nacionalna nadležna tijela djeluju dosljedno, ova Preporuka je djelomično upućena ESMA-i u odnosu na njezinu ulogu olakšavanja i usklađivanja.
- (17) Radi savladavanja ostalih rizika kojima su izloženi investicijski fondovi, preporučuje se da Europska komisija predloži dodatne zakonodavne mjere. Potvrđuje se da je Komisija već stavila zakonodavne preglede u ovom području na svoj dnevni red. To će osigurati mogućnost rješavanja makrobonitetnih pitanja iz preporuka.
- (18) Preporuke Europskog odbora za sistemske rizike (ESRB) objavljuju se nakon što Opći odbor obavijesti Vijeće Europske unije o svojoj namjeri da tako postupi te omogućiti Vijeću da reagira,

DONIO JE OVU PREPORUKU:

ODJELJAK 1.

PREPORUKE

Preporuka A – Instrumenti za upravljanje likvidnošću povezani s isplatom

1. Komisiji se preporučuje da predloži da zakonodavstvo Unije obuhvati zajednički pravni okvir Unije koji uređuje uključivanje dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću u oblikovanju investicijskih fondova koji potječu iz Unije tako da se odluka o tome koji dodatni instrument za upravljanje likvidnošću treba uvrstiti u ispravu o osnivanju investicijskih fondova ili druge predugovorne informacije o investicijskim fondovima donose pojedinačno od strane svakog subjekta odgovornog za upravljanje.

⁽¹⁾ Odbor za financijsku stabilnost, „Preporuke politike radi rješavanja strukturnih slabosti zbog aktivnosti upravljanja imovinom”, siječanj 2017.

2. Komisiji se preporučuje da predloži da zakonodavstvo Unije uključi daljnje odredbe koje određuju ulogu nacionalnih nadležnih tijela kada koriste svoje ovlasti privremene obustave isplate u situacijama kada postoje utjecaji na prekograničnu financijsku stabilnost.
3. Komisiji se preporučuje da predloži da zakonodavstvo Unije uspostavi opću ulogu ESMA-a, savjetodavnu ulogu i ulogu usklađivanja u odnosu na ovlasti nacionalnih nadležnih tijela da privremeno obustavljaju isplate u situacijama kada postoje posljedice za prekograničnu financijsku stabilnost, u skladu s Preporukom A(2).

Preporuka B – Dodatne odredbe za smanjivanje vjerojatnosti prekomjernih likvidnosnih neusklađenosti

Komisiji se preporučuje da predloži da zakonodavstvo Unije uključi mjere radi ograničavanja opsega do kojeg bi upotreba transformacije likvidnosti u otvorenim alternativnim investicijskim fondovima mogla pridonijeti gomilanju sistemskih rizika ili rizika poremećaja na tržištu.

Preporuka C – Testiranje otpornosti na stres

Radi promicanja konvergencije nadzora, ESMA-i se preporučuje razraditi smjernice o praksama koje trebaju slijediti upravitelji za testiranje otpornosti na stres likvidnosnog rizika za pojedine alternativne investicijske fondove i UCITS-e.

Preporuka D – Izvješćivanje UCITS-a

1. Komisiji se preporučuje da predloži da zakonodavstvo Unije zahtijeva od UCITS-a i društava za upravljanje UCITS-ima da nadležnom tijelu redovno dostavljaju podatke, posebno u odnosu na likvidnosni rizik i financijsku polugu, te da osiguraju takve podatke odgovarajućem nacionalnom nadležnom tijelu ako ono nije nadležno tijelo za izvještajne potrebe UCITS-a.
2. Komisiji se preporučuje da predloži da se podaci iz Preporuke D(1) dostavljaju, unutar izvještajnog okvira, najmanje na tromjesečnoj osnovi s dovoljno relevantnim omjerom, sa stajališta financijske stabilnosti, svih UCITS-a i društava za upravljanje UCITS-ima. Reprezentativni udio svih UCITS-a i društava za upravljanje UCITS-ima trebao bi jednom godišnje dostavljati barem dovoljan podskup skupa podataka.
3. Komisiji se preporučuje da predloži da nacionalna nadležna tijela stave na raspolaganje podatke iz Preporuke D(1) nacionalnim nadležnim tijelima drugih odgovarajućih država članica, ESMA-i i ESRB-u.

Preporuka E – Smjernica o članku 25. Direktive 2011/61/EU

1. ESMA-i se preporučuje da izda smjernice o okviru za ocjenu opsega do kojeg upotreba financijske poluge unutar sektora alternativnih investicijskih fondova doprinosi gomilanju sistemskih rizika u financijskom sustavu.
2. ESMA-i se preporučuje da izda smjernice o izradi, kalibraciji i provedbi makrobonitetnih ograničenja financijske poluge.
3. ESMA-i se preporučuje da izda smjernice o tome kako nacionalna nadležna tijela trebaju obavijestiti ESMA-u, ESRB i druga nacionalna nadležna tijela o svojoj namjeri da provedu makrobonitetne mjere na temelju članka 25. stavka 3. Direktive 2011/61/EU.
4. ESMA-i se preporučuje da koristi podatke primljene od nacionalnih nadležnih tijela u skladu s člankom 25. stavkom 3. Direktive 2011/61/EU do referentne vrijednosti i razmjeni znanja s nacionalnim makrobonitetnim tijelima i ESRB-om o praksama o upotrebi ograničenja financijske poluge i izricanju drugih ograničenja upraviteljima alternativnih investicijskih fondova.

ODJELJAK 2.

PROVEDBA

1. Definicije

1. Za potrebe ove Preporuke primjenjuju se sljedeće definicije:

- (a) „dodatni instrumenti za upravljanje likvidnošću” znači instrumenti koji pomažu otvorenim alternativnim investicijskim fondovima i UCITS-ima te njihovim upraviteljima da u svako doba upravljaju zahtjevima za isplatu prikladno i učinkovito, a posebno u uvjetima stresa na tržištu. Ovi bi instrumenti trebali uključivati mjere nakon događaja, kao što su: privremene obustave isplata ili odgode isplata („ograničenja”/otkazni rokovi koji se mogu produljiti) i mjere sprječavanja kao što su raspodjela troškova trgovanja na ulagače koji ulažu/iskupljuju („promjenljivo određivanje cijena”/naknade za sprječavanje razvodnjavanja);

- (b) „alternativni investicijski fondovi” znači subjekti za zajednička ulaganja kako su definirani u članku 4. stavku 1. točki (a) Direktive 2011/61/EU;
 - (c) „upravitelji alternativnih investicijskih fondova” ima isto značenje kao u članku 4. stavku 1. točki (b), ovisno o isključenjima utvrđenim u članku 2. stavku 3. i izuzećima utvrđenim u članku 3. Direktive 2011/61/EU;
 - (d) „upravitelji alternativnih investicijskih fondova otvorenih alternativnih investicijskih fondova” znači oni koji ulaze u kategoriju definiranu u članku 1. stavku 2. Delegirane uredbe Komisije (EU) br. 694/2014⁽¹⁾;
 - (e) „subjekt odgovoran za upravljanje” znači: i. društvo za upravljanje kako je definirano u članku 2. stavku 1. točki (b) Direktive 2009/65/EZ; ii. UCITS koji je osnovan kao investicijsko društvo koje nema određeno društvo za upravljanje kakao je propisano u Direktivi 2009/65/EZ; iii. upravitelj alternativnog investicijskog fonda kako je navedeno u članku 4. stavku 1. točki (b) Direktive 2011/61/EU; i iv. alternativni investicijski fond s unutarnjim upravljanjem osnovan kao investicijsko društvo koje nema određenog upravitelja alternativnog investicijskog fonda iz članka 5. stavka 1. točke (b) Direktive 2011/61/EU;
 - (f) „financijska poluga” znači metoda pomoću koje investicijski fond povećava svoju izloženost povrh i iznad imovine fonda, bilo pozajmljivanjem novca ili vrijednosnih papira ili financijskom polugom ugrađenom u pozicije izvedenica ili drugim sredstvima;
 - (g) „nacionalno nadležno tijelo” znači nadležno tijelo kako je definirano u članku 2. stavku 1. točki (h) Direktive 2009/65/EZ ili u članku 4. stavku 1. točki (f) Direktive 2011/61/EU, ovisno o slučaju;
 - (h) „sistemska rizik” ima isto značenje kao u članku 2. točki (c) Uredbe (EU) br. 1092/2010;
 - (i) „subjekt za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire” (UCITS) znači subjekt kako je definiran u članku 1. stavku 2. Direktive 2009/65/EZ koji je ovlašten u skladu s člankom 5. iste Direktive;
 - (j) „društvo za upravljanje UCITS-om” ima isto značenje kao u članku 2. stavku 1. točki (b) Direktive 2009/65/EZ;
2. Prilozi I. i II. sastavni su dio ove Preporuke. U slučaju proturječnosti između glavnog teksta i priloga, prednost ima glavni tekst.

2. Kriteriji za provedbu

1. Na provedbu ove Preporuke primjenjuju se sljedeći kriteriji:

- (a) preporuka obuhvaća alternativne investicijske fondove, upravitelje alternativnih investicijskih fondova, UCITS-e i društva za upravljanje UCITS-ima;
 - (b) trebalo bi izbjegavati regulatornu arbitražu;
 - (c) trebalo bi uzeti u razmatranje načelo proporcionalnosti, uzimajući u obzir cilj i sadržaj svake preporuke;
 - (d) kriteriji usklađenosti iz Priloga I.
2. Adresati su obvezni izvještavati ESRB i Vijeće o poduzetim radnjama u odnosu na ovu Preporuku ili primjereno opravdati svako nepostupanje. Izvješća trebaju sadržavati najmanje:
- (a) podatke o sadržaju i vremenskom slijedu poduzetih radnji, uključujući sve radnje poduzete u odnosu na europska nadzorna tijela, ovisno o slučaju;
 - (b) ocjenu funkcioniranja poduzetih radnji u odnosu na ciljeve ove Preporuke;
 - (c) iscrpno obrazloženje svakog nepostupanja ili odstupanja od ove Preporuke, uključujući sva zakašnjenja.

3. Vremenski raspored za praćenje

Adresati su obvezni izvještavati ESRB i Vijeće o poduzetim radnjama u odnosu na ovu Preporuku ili primjereno opravdati svako nepostupanje, u skladu sa sljedećim vremenskim rasporedom:

1. Preporuka A

Komisija je obvezna dostaviti ESRB-u i Vijeću izvješće o provedbi preporuka A(1), A(2) i A(3) do 31. prosinca 2020.

⁽¹⁾ Delegirana uredba Komisije (EU) br. 694/2014 od 17. prosinca 2013. o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda kojima se određuju vrste upravitelja alternativnih investicijskih fondova (SL L 183, 24.6.2014., str. 18.).

2. Preporuka B

Komisija je obvezna dostaviti ESRB-u i Vijeću izvješće o provedbi Preporuke B do 31. prosinca 2020.

3. Preporuka C

ESMA je obvezna dostaviti ESRB-u i Vijeću smjernice iz Preporuke C do 30. lipnja 2019.

4. Preporuka D

Komisija je obvezna dostaviti ESRB-u i Vijeću izvješće o provedbi preporuka D(1), D(2) i D(3) do 31. prosinca 2020.

5. Preporuka E

(a) ESMA je obvezna dostaviti ESRB-u i Vijeću smjernice iz preporuka E(1), E(2) i E(3) do 30. lipnja 2019.

(b) ESMA je obvezna, počevši od 31. prosinca 2019., dostaviti nacionalnim makrobonitetnim tijelima i ESRB-u, najmanje godišnje, informacije iz Preporuke E(4).

4. Nadzor i ocjena

1. Tajništvo ESRB-a će:

(a) pružati pomoć adresatima, osiguravati koordinaciju izvješćivanja i osiguranje odgovarajućih predložaka i, kada je potrebno, pojašnjavanje postupaka i vremenskog rasporeda za daljnje aktivnosti;

(b) provjeravati daljnje aktivnosti adresata, na njihov zahtjev osiguravati pomoć i dostavljati izvješće o daljnjim aktivnostima Općem odboru putem Upravljačkog odbora.

2. Opći odbor će procijeniti radnje i obrazloženja koja su dostavili adresati i prema potrebi, može odlučiti da se nije postupilo u skladu s ovom Preporukom i da adresat nije dostavio odgovarajuće opravdanje za svoje nepostupanje.

Sastavljeno u Frankfurtu na Majni 7. prosinca 2017.

Voditelj Tajništva ESRB-a, u ime Općeg odbora ESRB-a,

Francesco MAZZAFERRO

PRILOG I.

KRITERIJ USKLAĐENOSTI ZA PREPORUKE

Preporuka A

Za **Preporuku A** utvrđeni su sljedeći kriteriji usklađenosti:

A(1) – Dostupnost dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću

Zakonodavstvo Unije bi trebalo dozvoliti da široki izbor dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću bude zakonski dostupan na razini Unije uz priznavanje da bi upravitelji imovinom trebali snositi primarnu odgovornost za primjenu i provedbu dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću te da neki od instrumenata neće biti prikladni ili potrebni za sve vrste otvorenih investicijskih fondova. Dodatni instrumenti za upravljanje likvidnošću trebali bi podržavati otvorene alternativne investicijske fondove i subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) te njihove upravitelje da u svako doba upravljaju zahtjevima za isplatu prikladno i učinkovito, a posebno u uvjetima stresa na tržištu.

Promjene relevantnog zakonodavstva Unije koje je predložila Komisija trebale bi uključivati obveze za:

- (a) upravitelje alternativnih investicijskih fondova koji upravljaju otvorenim alternativnim investicijskim fondovima i društvima za upravljanje UCITS-om da ocjene sve dostupne dodatne instrumente za upravljanje likvidnošću i posebno da ocjene koji od njih su prikladni za investicijske strategije fondova kojima upravljaju te bi trebali biti uključeni u njihove isprave o osnivanju ili druge predugovorne informacije da bi bili ispitani u normalnim uvjetima i u uvjetima stresa na tržištu te da bi osigurali ulagačima dovoljnu transparentnost u odnosu na takve instrumente;
- (b) upravitelje alternativnih investicijskih fondova koji upravljaju otvorenim investicijskim fondovima i društvima za upravljanje UCITS-om da barem uključe ovlast da privremeno obustave isplate, posebno u uvjetima stresa na tržištu, u ispravama o osnivanju ili drugim predugovornim informacijama fondova kojima upravljaju;
- (c) upravitelje alternativnih investicijskih fondova koji upravljaju otvorenim alternativnim investicijskim fondovima i društvima za upravljanje UCITS-om da osiguraju dostupnost potrebnih operativnih svojstava i izvanredno planiranje za pravovremenu aktivaciju svakog dodatnog instrumenta za upravljanje likvidnošću koji mogu koristiti;
- (d) upravitelje alternativnih investicijskih fondova koji upravljaju otvorenim alternativnim investicijskim fondovima i društvima za upravljanje UCITS-om da izvješćuju nacionalna nadležna tijela o provedbi i korištenju dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću u uvjetima stresa na tržištu;
- (e) Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA), nakon uzimanja u obzir mišljenja Europskog odbora za sistemske rizike (ESRB) u odnosu na makrobonitetna pitanja, da donese smjernice o:
 - i. definicijama i obilježjima dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću,
 - ii. kriterijima za ocjenu prikladnosti na temelju točke A(1)(a);
 - iii. zahtjevima za transparentnošću za dodatne instrumente za upravljanje likvidnošću uspostavljene na temelju točke A(1)(a);
 - iv. načela visoke razine o tome kako bi dodatni instrumenti za upravljanje likvidnošću trebali biti provedeni u postupku upravljanja likvidnošću fonda;
 - v. kako ocijeniti i postupati s mogućim nenamjeranim posljedicama kod upotrebe dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću;
 - vi. zahtjevima za obavješćivanje nacionalnih nadležnih tijela na temelju točke A(1)(d); i
 - vii. razini transparentnosti u odnosu na ulagače kada su aktivirani dodatni instrumenti za upravljanje likvidnošću i tijekom njihove upotrebe.

Smjernice bi trebale uzeti u obzir potrebno izvanredno planiranje koje bi se trebalo primijeniti unaprijed, kako se zahtjeva na temelju točke A(1)(c), radi omogućavanja takvom dodatnom instrumentu za upravljanje likvidnošću da bude aktiviran djelotvorno i bez odgode.

A(2) – Daljnje odredbe o privremenim obustavama isplata nacionalnih nadležnih tijela s posljedicama za prekograničnu financijsku stabilnost.

Promjene zakonodavstva Unije koje je predložila Komisija trebale bi uključivati:

- (a) pojašnjavanje odnosnih uloga nacionalnih nadležnih tijela i njihovu međusobnu suradnju u odnosu na privremenu obustavu isplata za potrebe prekogranične financijske stabilnosti, kada je alternativni investicijski fond ili UCITS osnovan u jednoj državi članici ali ima upravitelja alternativnog investicijskog fonda ili društvo za upravljanje UCITS-om osnovano u drugoj državi članici, tj. prekogranične posljedice;

- (b) obvezu nacionalnih nadležnih tijela, kada izvršavaju ovlast upravljanja privremenom obustavom isplata za potrebe prekogranične financijske stabilnosti, da obavijeste druga relevantna nacionalna nadležna tijela, ESMA-u i ESRB prije izvršavanja takvih ovlasti.

A (3) – Dodatne odredbe o ulozi ESMA-e u vezi s privremenom obustavom isplata s prekograničnim utjecajem na financijsku stabilnost od strane nacionalnih nadležnih tijela

Predložene promjene relevantnog zakonodavstva Unije od strane Komisije trebale bi uključiti obvezu ESMA-e da osigura ispunjenje opće uloge olakšavanja te savjetodavne uloge i uloge usklađivanja u odnosu na ovlasti nacionalnih nadležnih tijela da privremeno obustavljaju isplate kada postoje prekogranični utjecaji na financijsku stabilnost.

Preporuka B

Za **Preporuku B** utvrđeni su sljedeći kriteriji usklađenosti:

Promjene relevantnog zakonodavstva Unije koje je predložila Komisija trebale bi uključivati:

- (a) dodjeljivanje ovlasti ESMA-i da pripremi i ažurira popis suštinski manje likvidne imovine, na temelju vlastite analize ESMA-e, nakon uzimanja u obzir mišljenja ESRB-a u odnosu na makrobonitetna pitanja i mišljenja Europskog nadzornog tijela za bankarstvo i Europskog nadzornog tijela za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje u vezi s pitanjima međusektorske dosljednosti. Pri uspostavljanju ove liste, ESMA bi trebala razmotriti barem nekretnine, neuvrštene vrijednosne papire, zajmove i drugu alternativnu imovinu za koju se čini da je suštinski manje likvidna. Analiza bi trebala uzeti u obzir, između ostalog, vrijeme potrebno za prodaju te imovine u uvjetima stresa na tržištu;
- (b) zahtjev za upravitelje alternativnih investicijskih fondova koji upravljaju otvorenim alternativnim investicijskim fondovima čiji cilj je značajno investirati u imovinu uključenu u popis suštinski manje likvidne imovine pod točkom B(a), da dokažu nacionalnim nadležnim tijelima svoju sposobnost održavanja svoje strategije ulaganja u predvidivim tržišnim uvjetima. Ocjena bi trebala uključivati, između ostalog, prilagođene politike isplate, provedbu dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću i/ili unutarnja ograničenja imovine uključene na popis suštinski manje likvidne imovine pod točkom B(a). Takva unutarnja ograničenja, ako se primjenjuju, trebala bi se dostaviti nacionalnim nadležnim tijelima prilikom osnivanja odgovarajućeg fonda, a nakon toga svaki put kada se promijene ova ograničenja. Objavljivanje ulagačima trebalo bi biti provedeno na temelju smjernica koje će pripremiti ESMA;
- (c) diskrecijsko pravo da utvrđivanja prijelaznih odredbi za upravitelje alternativnih investicijskih fondova koji upravljaju otvorenim alternativnim investicijskim fondovima koje navode vrijeme dozvoljeno za usklađivanje sa zakonodavstvom kada je imovina dodana na listu suštinski manje likvidne imovine pod točkom B(a), i u slučaju povrede unutarnjih ograničenja, kada je potrebno, radi izbjegavanja nenamjeranih štetnih učinaka.

Preporuka C

Za **Preporuku C** utvrđeni su sljedeći kriteriji usklađenosti.

Smjernice ESMA-e o testiranju otpornosti na likvidnosni stres trebale bi uključivati, ali ne biti ograničene na:

- (a) izradu scenarija testiranja otpornosti na stres;
- (b) politiku testiranja otpornosti na likvidnosni stres, uključujući unutarnju upotrebu rezultata testiranja otpornosti na likvidnosni stres;
- (c) razloge za aktivnu i pasivnu stranu bilanci investicijskog fonda; i
- (d) raspored i učestalost za pojedinačne fondove da provode testove otpornosti na likvidnosni stres.

Takve smjernice trebale bi biti utemeljene na zahtjevima testiranja otpornosti na stres iz Direktive 2011/61/EU i na tome kako sudionici na tržištu provode testiranje otpornosti na stres.

Preporuka D

Za **Preporuku D** utvrđeni su sljedeći kriteriji usklađenosti.

D(1) – Izvještajne obveze za UCITS i društva za upravljanje UCITS-om

Promjene relevantnog zakonodavstva Unije koje je predložila Komisija trebale bi uključivati izvještajne obveze koje uključuju podatke o upravitelju i podatke karakteristične za fond dok također odražavaju specifičnosti UCITS-a. Dostavljeni podaci trebali bi dozvoliti dovoljno praćenje mogućih slabosti koje mogu pridonijeti sistemskom riziku i trebali bi obuhvaćati, najmanje:

- (a) vrijednost imovine kojom se upravlja za sve UCITS-e kojim upravljaju društva za upravljanje;
- (b) instrumente kojima se trguje i pojedine izloženosti;

- (c) strategiju ulaganja;
- (d) ukupnu izloženost/financijsku polugu;
- (e) testiranja otpornosti na stres;
- (f) učinkovite tehnike upravljanja portfeljem;
- (g) podatke o riziku druge ugovorne strane/kolateralu;
- (h) likvidnosni rizik;
- (i) kreditni rizik; i
- (j) opseg trgovanja.

Komisija bi trebala prema potrebi predložiti, usklađivanje općih izvještajnih zahtjeva za investicijske fondove i njihove upravitelje, posebno između preporučenog izvješćivanja UCITS-a i mjera koje su već provedene za izvješćivanje na temelju Direktive 2011/61/EU. U tom smislu, Komisija bi također trebala uzeti u obzir izvještajne zahtjeve na temelju Uredbe (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća⁽¹⁾. Takvo usklađivanje trebalo bi omogućiti upotrebu postojećih izvještajnih platformi, postizanje sinergije i izbjegavanje nepotrebnog tereta za upravitelje imovinom.

Promjene Komisije u zakonodavstvu Unije trebale bi nadalje uključivati odredbe kojima se utvrđuje da ako je nacionalno nadležno tijelo upravitelja UCITS-a različito od nacionalnog nadležnog tijela samog UCITS-a, upravitelj UCITS-a mora, na zahtjev, također dostaviti podatke dostavljene nacionalnom nadležnom tijelu UCITS-a.

D(2) – Učestalost i obuhvat izvještajnih obveza za UCITS i društava za upravljanje UCITS-om

Promjene u zakonodavstvu Unije koje je predložila Komisija trebale bi uključivati sljedeće zahtjeve:

- (a) podaci iz Preporuke D(1) dostavljaju se najmanje na tromjesečnoj osnovi kako bi omogućili učinkovito praćenje rizika financijske stabilnosti uz istodobno rješavanje aspekata proporcionalnosti u odnosu na subjekte od kojih se zahtjeva izvješćivanje;
- (b) ukupna imovina kojom upravljaju društva za upravljanje i imovina kojom upravljaju pojedini UCITS fondovi trebala bi se uzeti u obzir kod utvrđivanja svrhe izvješćivanja, osiguravajući na taj način da dovoljan dio industrije bude obuhvaćen izvješćivanjem radi razmatranja rizika za financijsku stabilnost.

D(3) – Usklađeno izvješćivanje i razmjena informacija

Promjene u zakonodavstvu Unije koje je predložila Komisija trebale bi uključivati obvezu da informacije iz Preporuke D(1) budu dostupne nacionalnim nadležnim tijelima drugih relevantnih država članica, ESMA-i i ERSB-u radi osiguravanja usklađivanja izvještajnih podataka UCITS-a s praksom razmjene podataka na temelju Direktive 2011/61/EU. U tom smislu, Komisija bi također trebala uzeti u obzir izvještajne zahtjeve na temelju Uredbe (EU) 2017/1131.

Preporuka E

Za **Preporuku E** utvrđeni su sljedeći kriteriji usklađenosti.

E(1) – Ocjena sistemskog rizika povezanog s financijskom polugom

Smjernice koje izdaje ESMA trebale bi uključivati:

- (a) zajednički minimalni skup pokazatelja koje nacionalna nadležna tijela trebaju uzeti u obzir tijekom njihove procjene;
- (b) upute za izračun pokazatelja iz točke E(1)(a) na temelju izvještajnih podataka na temelju članka 24. Direktive 2011/61/EU; i
- (c) kvalitativni i, ako je izvedivo, kvantitativni opis tumačenja pokazatelja u kontekstu okvira za ocjenu.

⁽¹⁾ Uredba (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima (SL L 169, 30.6.2017., str. 8.).

Zajednički skup indikatora iz točke E(1)(a) trebao bi:

- (1) olakšati ocjenu razine, izvora i različitih uporaba financijske poluge;
- (2) olakšati ocjenu glavnih kanala putem kojih se sistemski rizici mogu ostvariti, tj. prisilne prodaje, izravna prelijevanja na financijske institucije i prekidanje kreditnog posredovanja; i
- (3) biti provediv i dostatan nacionalnim nadležnim tijelima za obavješćivanje ESMA-e u vezi s njezinim savjetom u skladu s člankom 25. stavka 6. Direktive 2011/61/EU i načelima utvrđenim u članku 112. Delegirane uredbe Komisije (EU) br. 231/2013 ⁽¹⁾, o tome jesu li ispunjeni uvjeti za uvođenje ograničenja financijske poluge ili druga ograničenja upravljanja alternativnim investicijskim fondovima.

E(2) – Makrobonitetna ograničenja financijske poluge

Smjernice koje izdaje ESMA trebale bi uključivati:

- (a) opis različitih vrsta ograničenja financijske poluge, uključujući procjenu njihove djelotvornosti i učinkovitosti u smanjenju prekomjerne financijske poluge;
- (b) skup načela koje nacionalna nadležna tijela trebaju uzeti u obzir kod kalibracije ograničenja financijske poluge. Ta bi načela trebala uključivati barem sve dolje navedeno: i. izjavu koja osigurava da se ograničenja financijske poluge osnivaju na mjerama financijske poluge iz Direktive 2011/61/EU, ii. kriterije za primjenu ograničenja financijske poluge i iii. načela u odnosu na razdoblje pregleda ograničenja financijske poluge;
- (c) skup načela koja nacionalna nadležna tijela trebaju uzeti u obzir kada razmatraju izricanje ograničenja financijske poluge, a koja obuhvaćaju barem sve dolje navedeno: i. načela za uravnotežen pristup između utvrđivanja ograničavanja na temelju pravila nasuprot diskrecijske ocjene; ii. načela u odnosu na međudjelovanje s drugim mjerama politike; iii. načela za usklađivanje među tijelima Unije.

E(3) – Postupak obavješćivanja

Smjernice koje izdaje ESMA trebale bi nacionalnim nadležnim tijelima omogućiti da obavijeste ESMA-u, ESRB i druga relevantna nacionalna nadležna tijela. Posebno, ova bi smjernica trebala uključivati, ali ne biti ograničena na, učinkovit postupak i predloške za obavijesti i izvještajne zahtjeve o ocjeni nacionalnog nadležnog tijela u pogledu potrebe za provedbu makrobonitetnih mjera u skladu s člankom 25. stavkom 3. Direktive 2011/61/EU.

E(4) – Referentne vrijednosti

ESMA bi trebala, na godišnjoj osnovi, s nacionalnim makrobonitetnim tijelima i ESRB-om razmijeniti:

- (a) eventualne rezultate izvršavanja referentne vrijednosti;
- (b) eventualne prakse u odnosu na upotrebu ograničenja financijske poluge i izricanja drugih ograničenja o upravljanju alternativnim investicijskim fondovima koji upotrebljavaju informacije primljene od nacionalnih nadležnih tijela u skladu s člankom 25. stavkom 3. Direktive 2011/61/EU.

⁽¹⁾ Delegirana uredba Komisije (EU) br. 231/2013 od 19. prosinca 2012. o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u odnosu na izuzeća, opće uvjete poslovanja, depozitare, financijsku polugu, transparentnost i nadzor (SL L 83, 22.3.2013., str. 1.).

PRILOG II.

EKONOMSKI RAZLOZI I PROCJENA

SADRŽAJ

	<i>Stranica</i>
Pokrate	12
I. Uvod	13
II. Preporuka ESRB-a o rizicima povezanim s likvidnošću i financijskom polugom u investicijskim fondovima	17
II.1. Preporuka A – Instrumenti za upravljanje likvidnošću povezani s isplatom	17
II.1.1. Ekonomski razlozi i planirani učinci	17
Preporuka A(1) – Dostupnost dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću	17
Preporuke A(2) i A(3) – Dodatne odredbe o nacionalnim nadležnim tijelima i o ulozi ESMA-e u vezi s obustavom isplata od strane nacionalnih nadležnih tijela s mogućim prekograničnim utjecajem na financijsku stabilnost	21
II.1.2. Neplanirani učinci	22
II.2. Preporuka B – Dodatne odredbe za smanjivanje vjerojatnosti prekomjernih likvidnosnih neusklađenosti	22
II.2.1. Ekonomski razlozi i planirani učinci	22
II.2.2. Neplanirani učinci	30
II.3. Preporuka C – Testiranje otpornosti na stres	31
II.3.1. Ekonomski razlozi i planirani učinci	31
II.3.2. Neplanirani učinci	34
II.4. Preporuka D – Izvješćivanje UCITS-a	35
II.4.1. Economic rationale and intended effects	35
Preporuka D(1) – Izvještajne obveze za UCITS-e i društva za upravljanje UCITS-ima	35
Preporuka D(2) – Učestalost i obuhvat izvještajnih obveza za UCITS-e i društva za upravljanje UCITS-ima	38
Preporuka D(3) – Usklađeno izvješćivanje i razmjena informacija	39
II.4.2. Neplanirani učinci	39
II.5. Preporuka E – Smjernica o članku 25. Direktive 2011/61/EU	40
II.5.1. Ekonomski razlozi i planirani učinci	40
Preporuka E(1) – Ocjena sistemskog rizika povezanog s financijskom polugom	40
Preporuka E(2) – Makrobonitetna ograničenja u vezi s financijskom polugom	45
Preporuka E(3) – Postupak obavješćivanja	48
Preporuka E(4) – Usporedna analiza	48
II.5.2. Neplanirani učinci	48
Literatura	49
Dodatak	52

Pokrate

AIF	alternativni investicijski fond
CESR	Odbor europskih regulatora za vrijednosne papire
EBA	Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo
ESB	Europska središnja banka
EGP	Europsko gospodarsko područje
ELTIF	europski fondovi za dugoročna ulaganja
ESSB	Europski sustav središnjih banaka
ESMA	Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala
ESRB	Europski odbor za sistemske rizike
EU	Europska unija
EUR	euro
FSB	Odbor za financijsku stabilnost
IOSCO	Međunarodna organizacija komisija za vrijednosne papire
ITS	provedbeni tehnički standardi
OTC	neuvršten
RTS	regulatorni tehnički standard
SEC	Komisija za vrijednosne papire i burzu
UCITS	subjekt za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire
VaR	vrijednost adherentna riziku

Prilog sadržava popratni materijal za preporuke ESRB-a kako bi se poduprla njihova provedba u EU-u. U nastavku se pojedinačne preporuke detaljno razmatraju i za svaku se iznose ekonomski razlozi i procjena, uključujući moguće namjerne i nenamjerne učinke te mogući utjecaj na tržište. Analiza se u velikoj mjeri temelji na stručnim člancima o istraživanjima i politici, nacionalnim propisima i rezultatima anketa ESMA-e, ESRB-a i IOSCO-a (npr. o dostupnosti i upotrebi instrumenata za upravljanje likvidnošću ili o financijskoj poluzi fondova u skladu s Direktivom 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća ⁽¹⁾ i Direktivom 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća ⁽²⁾ te o praksi upravitelja fondova povezanoj s testiranjem otpornosti na stres).

I. Uvod

Strukturna razmatranja

Sektor investicijskih fondova Europske unije znatno je porastao u posljednjih nekoliko godina. U razdoblju od 2008. ukupna neto imovina investicijskih fondova EU-a više se nego udvostručila porastavši sa 6,2 bilijuna EUR na 15,3 bilijuna EUR u trećem tromjesečju 2017. ⁽³⁾ Treba napomenuti da se u istom razdoblju veličina europskih alternativnih investicijskih fondova više nego trostručila povećavši se s 1,6 bilijuna EUR na 5,8 bilijuna EUR. ⁽⁴⁾ S povećanjem udjela sektora investicijskih fondova u cjelokupnom financijskom tržištu povećava se i važnost upravljanja sistemskim rizikom u tom sektoru.

Moguće reakcije investicijskih fondova na tržišni stres posebno su složene. Investicijski fondovi samo su jedna od glavnih vrsta ulagača na financijskim tržištima. Među ostalima su banke, društva za osiguranje, mirovinski fondovi, mali ulagači, obiteljski uredi, državni fondovi i raznovrsni posrednici. Za svaku vrstu ulagača karakteristično je određeno ponašanje. Za investicijske fondove karakteristično je, među ostalim, da prikupljaju sredstva od raznovrsnih krajnjih ulagača i ta ulaganja kanaliziraju na tržišta kao zajednička ulaganja. Zbog te značajke i činjenice da su investicijski fondovi većinom otvoreni, što znači da krajnji ulagači mogu povući uloženi iznos prije dospjeća odnosne imovine, moguće reakcije investicijskih fondova na tržišni stres posebno su složene. Jedna važna moguća reakcija investicijskog fonda, ili njegova podsektora, na tržišni stres i povezano ponašanje ulagača glede isplata udjela jest velika prodaja imovine u okolnostima pada cijena na tržištu, što pojačava tržišni šok i pridonosi financijskoj nestabilnosti.

Investicijski fondovi obično ne mijenjaju investicijsku strategiju zbog šokova na tržištu. Uz iznimku određenih alternativnih investicijskih fondova, investicijski fondovi uglavnom imaju nisku razinu financijske poluge. ⁽⁵⁾ Takvi fondovi, koji nisu pod pritiskom zahtjeva za isplate, obično zadržavaju imovinu. Osim toga, mogu iskoristiti pad cijena za kupnju imovine, što ima protuciklički učinak.

Izvori rizika

Glavni razlog za moguće drukčije ponašanje fondova i prodaju imovine u okolnostima pada cijena zbog šoka na tržištu bila bi neočekivano visoka razina zahtjeva za isplatu udjela. Premda to uglavnom nije u skladu s povijesnim obrascem, zabilježeno je nekoliko primjera visoke razine zahtjeva za isplatu zbog tržišnog stresa. Nadalje, povijesni obrazac ponašanja investicijskog fonda ne pokazuje nužno kako će se fond ponašati u budućnosti. Stoga ne možemo pouzdano tvrditi da će visoke razine zahtjeva za isplatu i dalje biti rijetka ili izolirana pojava. U razdoblju tržišnog stresa moglo bi doći do visokih razina zahtjeva za isplatu zato što, među ostalim, investicijski fondovi ne djeluju isključivo kao subjekti za dugoročna vlasnička ulaganja bez financijske poluge. Fondovima se katkad služe ulagači koji ulažu na kraća razdoblja, a udio takvih ulagača može se znatno razlikovati ovisno o drugim tržišnim utjecajima. Stoga postoji mogućnost znatno većeg sistemskog rizika u sektoru nego što bi to bio slučaj kada bi do visokih razina zahtjeva za isplatu dolazilo tek rijetko ili u izoliranim slučajevima. Kako se sektor povećava, ta činjenica postaje sve važnija za cjelokupni sistemski rizik.

⁽¹⁾ Direktiva 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 13. srpnja 2009. o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) (SL L 302, 17.11.2009., str. 32.)

⁽²⁾ Direktiva 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 8. lipnja 2011. o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova i o izmjeni direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ te uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010 (SL L 174, 1.7.2011., str. 1.)

⁽³⁾ „Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017”, Europsko udruženje društava za upravljanje fondovima i imovinom, prosinac 2017.

⁽⁴⁾ Treba napomenuti da se od 2014. razvrstavanje alternativnih investicijskih fondova temelji na regulatornoj definiciji iz Direktive 2011/61/EU. U međuvremenu se neto imovina povećala za više od 25 %.

⁽⁵⁾ Europski odbor za sistemske rizike, „EU Shadow Banking Monitor”, br. 2, svibanj 2017.

Drugi glavni izvor sistemskog rizika poticaji su da se likvidnost smanji u korist prinosa ili da se financijska poluga poveća kako bi se ostvarili prinosi koji bi bili privlačniji ulagačima. Što je viša razina financijske poluge investicijskog fonda, manja je vjerojatnost da će se pokazati otpornim u razdobljima tržišnog stresa. Osim toga, što neki investicijski fond više smanjuje likvidnost u korist prinosa, smanjuje se njegova mogućnost urednog zadovoljavanja zahtjeva za isplatu u razdobljima u kojima oni dosegnu najviše razine. Takvo ponašanje moglo bi biti izraženije ako mogućim ulagačima nije jasan taj kompromis zbog toga što je uložena imovina naizgled likvidna premda likvidnost nije otporna, ili zato što je financijska poluga ugrađena u izvedenice i njezina veličina nije transparentna.

Treći je izvor sistemskog rizika način djelovanja mehanizma isplate. U otvorenim investicijskim fondovima ulagači koji su podnijeli zahtjev za isplatu mogli bi uživati „prednost prvog podnositelja zahtjeva”, odnosno izbjeći pune troškove prijevremene isplate, koji se umjesto toga prenose na imatelje preostalih udjela. Upravitelji fondova mogu zbog reputacijskih razloga biti nesporni obustaviti isplate, čak i onda kada bi to bilo u interesu ulagača, odnosno mogu pružati likvidnost ulagačima koji su zatražili isplatu sve dok je fond likvidan istodobno ocjenjujući jesu li prilike dovoljno iznimne da opravdavaju obustavu isplata.

Četvrti izvor sistemskog rizika jest ovisnost djelovanja mehanizma isplata o tržišnoj likvidnosti. Likvidnost mnogih instrumenata u koje investicijski fondovi ulažu obično ovisi o održateljima tržišta i varira kroz vrijeme i ovisno o instrumentu. Najnovija kretanja – među ostalim smanjenje volatilnosti, sve veća upotreba elektroničkog trgovanja, fragmentacija izvora likvidnosti, sve manje imovine koju drže uobičajeni održatelji tržišta kao što su banke i brokери odnosno dileri te ciklički čimbenici kao što je monetarna politika – upućuju na to da se struktura osiguravanja likvidnosti s vremenom može promijeniti (premda istraživanjem koje je u tijeku još nisu utvrđeni jednoznačni dokazi o smanjenoj likvidnosti u ovom razdoblju). Te promjene mogle bi utjecati na otpornost osiguravanja likvidnosti u situacijama tržišnog stresa. Zato što je teško predvidjeti važnost tih promjena strukture likvidnosti, moguće je da se investicijski fondovi oslanjaju na razine likvidnosti koje su manje otporne nego što se očekuje.

Postoje važna međudjelovanja financijske poluge, likvidnosti i značajki isplata investicijskih fondova. Investicijski fondovi koji se koriste financijskom polugom, a koji se suoče s višim iznosima poziva na uplatu nadoknade, povlačenjem sredstava ili većim korektivnim faktorima mogu se brzo prilagoditi ako drže sredstva koja se mogu brzo likvidirati. Međutim, ako visokozaduženi fond drži manji iznos likvidne imovine i suoči se s mogućim kratkoročnim isplatama ili promjenama uvjeta kreditiranja, mogao bi biti prisiljen na brzu prodaju imovine na manje likvidnim tržištima (prodaja uz diskont) kako bi ispunio obveze. Iako investicijski fondovi u slučaju poziva na uplatu nadoknade možda mogu obustaviti isplate u interesu ulagača, morat će brzo prikupiti gotovinu iz sredstava za hitne slučajeve i/ili prodajom imovine kako bi se izbjegla likvidacija, koja bi mogla prouzročiti značajan rizik druge ugovorne strane i imati velik utjecaj na cijene imovine.

Središnje banke, regulatori za tržišta i vrijednosne papire izrazili su zabrinutost zbog mogućnosti da investicijski fondovi povećaju sistemske rizike. ⁽¹⁾ Na globalnoj razini Odbor za financijsku stabilnost (FSB) utvrdio je da su likvidnosna neusklađenost i upotreba financijske poluge u investicijskim fondovima izvor mogućih značajnih strukturnih ranjivosti u sektoru upravljanja fondovima. FSB je potom istaknuo važnost ispitivanja i rješavanja mogućih strukturnih ranjivosti povezanih s likvidnosnom neusklađenošću i upotrebom financijske poluge u investicijskim fondovima koje bi mogle biti rizici za financijsku stabilnost. Na primjer, preporučuje da nadležna tijela prate upotrebu financijske poluge u investicijskim fondovima i po potrebi poduzmu mjere. ⁽²⁾

⁽¹⁾ Vidjeti „Financial Stability Report – December 2015” središnje banke Bank of England; ESMA-in „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities” br. 2, 2015.; „Financial Stability Review” ESB-a, svibanj 2016.; „Update on Review of Asset Management Products and Activities” Vijeća za nadzor financijske stabilnosti, travanj 2016.; govor Vítorá Constâncija, „Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union”, travanj 2016.; govor Stevena Maijooora, „Measuring and assessing stability risks in financial markets”, svibanj 2015. i govor Mary Jo White, „Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry”, prosinac 2014.

⁽²⁾ „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities”, Odbor za financijsku stabilnost, siječanj 2017.

Postojeći regulatorni okvir za likvidnost i financijsku polugu investicijskih fondova

Europski regulatorni okvir za likvidnost i financijsku polugu investicijskih fondova sastoji se od Direktive 2009/65/EZ i Direktive 2011/61/EU. Na tom okviru temelje se zahtjevi za europske investicijske fondove povezani s upravljanjem likvidnošću i financijskom polugom. On je i polazište u procjeni sistemskih rizika koji proizlaze iz likvidnosne neusklađenosti i upotrebe financijske poluge u investicijskim fondovima.

Subjekti za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire dobro su regulirani investicijski fondovi.

Subjekti za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS-i) investicijski su fondovi koji ulažu u prihvatljivu imovinu kao što su gotovina i depoziti koji su slični novcu, obveznice, dionice, instrumenti tržišta novca i drugi investicijski fondovi (vidjeti Okvir 1.a). U teoriji je malo vjerojatno da će doći do likvidnosne neusklađenosti u UCITS-ima jer se pretpostavlja da kratkoročno trguju i svojom imovinom i svojim obvezama. Smiju ulagati isključivo u prenosive vrijednosne papire i drugu likvidnu financijsku imovinu, za koju su kriteriji prihvatljivosti određeni u mjerodavnoj Direktivi⁽¹⁾. Ako postoji mogućnost obustave investicijskog fonda, UCITS-i su dužni isplatiti ulagačev udio po primitku zahtjeva imatelja udjela, što znači da moraju dopustiti isplate najmanje dvaput mjesečno premda mnogi UCITS-i dopuštaju isplate dnevno ili tjedno. Kada je riječ o financijskoj poluzi, UCITS-i djeluju u skladu s regulatornim ograničenjima financijske poluge. UCITS-ima je dopuštena isključivo upotreba financijske poluge u obliku neosiguranih novčanih pozajmica u iznosu od najviše 10 % njihove imovine i pod uvjetom da je takva pozajmica privremena mjera (vidjeti Okvir 1.b). Stoga se UCITS-i koji se koriste novčanim pozajmicama i transakcijama financiranja vrijednosnih papira ili izvedenicama mogu zadužiti za iznos koji je najviše 2,1 puta veći od neto vrijednosti njihove imovine.

Alternativni investicijski fondovi investicijski su fondovi kojima je dopušteno ulaganje u imovinu sličnu onoj u UCITS-ima, ali ne podliježu tako detaljnim ograničenjima glede diverzifikacije, likvidnosti ili financijske poluge. Alternativni investicijski fondovi (AIF-i) mogu ulagati i u financijske instrumente koji za UCITS-e nisu prihvatljiva imovina, na primjer u vlasničke vrijednosne papire koji ne kotiraju na burzi, rizični kapital, nekretnine, fizičku robu i ostalu alternativnu imovinu. Međutim, od upravitelja otvorenih ili zatvorenih AIF-a koji upotrebljavaju financijsku polugu traži se da uspostave postupke za upravljanje likvidnošću. To obuhvaća usklađivanje investicijske strategije, profila likvidnosti i politike isplata udjela investicijskog fonda te uvođenje odgovarajućih ograničenja radi upravljanja likvidnošću i provođenje testiranja otpornosti na stres (vidjeti Okvir 1.a). Treba istaći da upravitelji AIF-a koji ne prelaze određene pragove⁽²⁾ možda ne podliježu istim zahtjevima te ne mogu na temelju Direktive 2011/61/EU uživati prednosti putovnice za trgovanje u nadležnosti drugih država EU-a. Kada je riječ o financijskoj poluzi, AIF-i djeluju bez regulatornih ograničenja financijske poluge. Od AIF-a se traži isključivo izvješćivanje o upotrebi financijske poluge (vidjeti Okvir 1.b).

Okvir 1.a Aktualni regulatorni okvir za likvidnost investicijskih fondova

Direktiva 2009/65/EZ – Direktiva o UCITS-ima

Učestalost postupanja po zahtjevima UCITS-i moraju osigurati mogućnosti za otkup ili isplatu udjela na zahtjev ulagača u fond. To znači da UCITS-i moraju omogućiti zahtjeve za isplatu najmanje dvaput mjesečno⁽³⁾, premda mnogi UCITS-i dopuštaju isplate dnevno ili tjedno⁽⁴⁾.

Postupci po zahtjevima Direktivom 2009/65/EZ ne određuju se postupci po zahtjevima koje UCITS-i moraju primijeniti. U praksi se određuje rok za zaprimanje zahtjeva prije vremena vrednovanja, koje može biti više sati ili dana poslije roka. Osim toga, UCITS-i će obično provesti isplatu u skladu s postupcima namire utvrđenima u dokumentaciji fonda, u kojoj može biti određeno vrijeme isplate od tri do pet dana poslije vrednovanja.⁽⁵⁾ U skladu s tim postupcima po zahtjevima, određeno je razdoblje između roka za zaprimanje zahtjeva i roka za isplatu. Društvo za upravljanje UCITS-om time dobiva vrijeme za prodaju uloga i pribavljanje novca za isplatu ako je to potrebno.

⁽¹⁾ Direktiva Komisije 2007/16/EZ od 19. ožujka 2007. o provedbi Direktive Vijeća 85/611/EEZ o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) s obzirom na razjašnjenje nekih definicija (SL L 79, 20.3.2007., str. 11.)

⁽²⁾ Upravitelji AIF-a čija je ukupna imovina manja od 100 mil. EUR ili AIF-a čija je ukupna imovina manja od 500 mil. EUR i koji ne upotrebljavaju financijsku polugu te koji ne predviđaju mogućnost ostvarivanja prava na isplatu tijekom razdoblja od pet godina nakon datuma početnih ulaganja u svaki AIF.

⁽³⁾ Nacionalna nadležna tijela mogu UCITS-u dopustiti da smanji učestalost na jednom mjesečno „pod uvjetom da takvo odstupanje ne dovodi u pitanje interese imatelja udjela”. Međutim, sve države članice nisu prenijele tu opciju u svoje nacionalno pravo.

⁽⁴⁾ Vidjeti, na primjer, članak 76. Direktive 2009/65/EZ.

⁽⁵⁾ Novčani fondovi s nepromjenjivom neto vrijednošću imovine mogu nuditi i namiru istog dana.

Prihvatljiva imovina UCITS-i podliježu detaljnim pravilima o prihvatljivoj imovini, zbog čega su dužni ulagati uglavnom u likvidnu imovinu, među ostalim u uvrštene likvidne prenosive vrijednosne papire i instrumente tržišta novca, izvedenice kojima se trguje na burzi i bankovne depozite koji se vraćaju na zahtjev ili za koje postoji pravo povlačenja i imaju dospijee kraće od 12 mjeseci. ⁽¹⁾ Kao dodatna potpora likvidnosti utvrđeni su kriteriji za tržišta na kojima prihvatljiva imovina mora kotirati ili na kojima se njome mora trgovati. ⁽²⁾

Dubinska analiza prije ulaganja Prije ulaganja društvo za upravljanje UCITS-om mora, među ostalim, analizirati doprinos ulaganja strukturi, likvidnosti te profilu rizičnosti i uspješnosti portfelja UCITS-a. ⁽³⁾

Upravljanje rizicima U sklopu upravljanja rizicima društvo za upravljanje UCITS-om mora primijeniti odgovarajući postupak za upravljanje likvidnosnim rizikom kako bi osigurao da svaki UCITS kojim upravlja, u svim predvidljivim uvjetima uključujući stresne, može ispuniti svoju obvezu isplate udjela na zahtjev imatelja udjela. Ovisno o slučaju, društvo za upravljanje UCITS-om dužno je provesti testiranje otpornosti na stres kako bi procijenilo likvidnosni rizik UCITS-a u iznimnim okolnostima. ⁽⁴⁾

Netiranje upisa i isplata Kada fond UCITS-a dobije zahtjev za upis i isplatu istog radnog dana, povezat će pojedinačne transakcije i upotrijebiti primljena upisana sredstva za postupanje po jednom ili više zahtjeva za isplatu. Tako se smanjuje ili otklanja potreba za prodajom odnosnih ulaganja kako bi se pribavila gotovina za isplatu ulagača koji su podnijeli zahtjev za isplatu.

Direktiva 2011/61/EU – Direktiva o upraviteljima AIF-a

Postupci po zahtjevima Kao što je to slučaj s UCITS-ima, u Direktivi 2011/61/EU nisu određeni postupci po zahtjevima koji se upotrebljavaju za AIF-e. Upravitelj AIF-a će oblikovati postupke po zahtjevima koji su primjereni AIF-u kojim upravlja i koji mu daju dovoljno vremena za prodaju ulaganja, čime se pribavlja gotovina za isplate uloga.

Upravljanje rizicima Članak 15. Direktive 2011/61/EU sadržava odredbe slične onima koje se odnose na dubinsku analizu prije ulaganja iz Direktive 2009/65/EZ (objašnjeno gore u tekstu). Prema tom članku upravitelji AIF-a u sklopu upravljanja rizicima moraju osigurati da se rizici povezani sa svakom pozicijom ulaganja AIF-a i njihov ukupni učinak na portfelj AIF-a mogu neprekidno primjereno utvrđivati, mjeriti, pratiti te da se njima može primjereno upravljati, između ostalog upotrebom odgovarajućih postupaka testiranja otpornosti na stres. Osim toga, Direktivom 2011/61/EU propisano je i da upravitelj AIF-a osigurava dosljednost strategije ulaganja, profila likvidnosti i politike isplata za svaki AIF kojim upravlja. ⁽⁵⁾ Upravitelj mora imati odgovarajući sustav upravljanja likvidnošću koji mu omogućuje da prati likvidnosni rizik AIF-a i da osigura da je profil likvidnosti ulaganja AIF-a u skladu s odnosnim obvezama. Nadalje, upravitelj AIF-a mora redovito provoditi testiranja otpornosti na stres, pod uobičajenim i iznimnim uvjetima likvidnosti, što mu omogućuje da procijeni i prati likvidnosni rizik AIF-a. ⁽⁶⁾ Te su obveze dopunjene detaljnim pravilima druge razine o upravljanju likvidnošću. ⁽⁷⁾

Netiranje upisa i isplata Kao što je to slučaj s UCITS-ima, upravitelj otvorenog AIF-a može netirati zahtjeve za upis i isplatu.

⁽¹⁾ Na novčane fondove koji su osnovani kao UCITS-i ili AIF-i primjenjuju se dodatna detaljna pravila o prihvatljivoj imovini (npr. pravila o portfeljima koja se odnose na imovinu koja dospijeva dnevno ili tjedno). Vidjeti Uredbu Vijeća (EU) br. 2017/1131.

⁽²⁾ Uvrštenje za trgovanje, međutim, nije jamstvo likvidnosti. Bez obzira na to, fond UCITS-a može se osloniti na uvrštenje osim ako je svjestan ili bi trebao biti svjestan okolnosti koje upućuju na nelikvidnost određene imovine. U tom slučaju fond UCITS-a mora procijeniti likvidnost vrijednosnog papira kako bi mogao utvrditi bi li se njegovim uključanjem u portfelj ugrozila likvidnost portfelja.

⁽³⁾ Vidjeti, na primjer, članak 23. stavak 4. Direktive Komisije 2010/43/EU od 1. srpnja 2010. o provedbi Direktive 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu organizacijskih zahtjeva, sukoba interesa, poslovanja, upravljanja rizicima i sadržaja sporazuma između depozitara i društva za upravljanje (SL L 176, 10.7.2010., str. 42.).

⁽⁴⁾ Vidjeti, na primjer, članak 40. stavak 3. Direktive 2010/43/EU.

⁽⁵⁾ Vidjeti, na primjer, članak 16. stavak 2. Direktive 2011/61/EU.

⁽⁶⁾ Vidjeti, na primjer, članak 16. stavak 1. Direktive 2011/61/EU.

⁽⁷⁾ Vidjeti, na primjer, članke 46. do 49. Delegirane uredbe Komisije (EU) br. 231/2013 od 19. prosinca 2012. o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u odnosu na izuzeća, opće uvjete poslovanja, depozitare, financijsku polugu, transparentnost i nadzor (SL L 83, 22.3.2013., str. 1.).

Okvir 1.b: Aktualni regulatorni okvir za financijsku polugu investicijskih fondova**Direktiva 2009/65/EZ – Direktiva o UCITS-ima**

Pozajmljivanje UCITS-i mogu upotrijebiti financijsku polugu i zadužiti se za iznos od najviše 10 % svoje imovine, pod uvjetom da je takva pozajmica privremena. Takva pozajmica je moguća ako postoji privremena neusklađenost novčanih tokova, npr. kada treba provesti isplate prije nego što UCITS primi sredstva od prodaje ulaganja.

Upotreba sintetičke poluge Kada je riječ o upotrebi sintetičke poluge i izloženosti po osnovi izvedenih financijskih instrumenata, UCITS-i mogu stvoriti sintetičke izloženosti, koje se računaju pristupom zasnovanim na obvezama, u iznosu koji je manji ili jednak ukupnoj neto vrijednosti imovine. Prema tome, UCITS-i mogu upotrebljavati pozajmljivanje i izvedenice kako bi se zadužili za iznos koji je najviše 2,1 puta veći od neto vrijednosti njihove imovine. Prema Direktivi 2009/65/EZ nacionalna nadležna tijela mogu UCITS-u dopustiti da izračuna ukupnu izloženost primjenom pristupa koji se zasniva na vrijednosti adherentnoj riziku (VaR) ili drugim naprednim metodologijama mjerenja rizika umjesto pristupom koji se zasniva na obvezama. Za te je fondove upotreba financijske poluge tek neizravno ograničena ograničenjima tržišnog rizika fonda, kao što je objašnjeno u smjernicama Odbora europskih regulatora za vrijednosne papire (CESR) treće razine⁽¹⁾. Prema tome, fondovi koji upotrebljavaju pristup koji se zasniva na *apsolutnom* VaR-u ograničeni su na apsolutni VaR koji nije veći od 20 % neto vrijednosti imovine (tijekom razdoblja od 20 dana), dok su fondovi koji primjenjuju pristup koji se zasniva na *relativnom* VaR-u ograničeni na iznos koji je najviše dvostruko veći od rizika gubitka po određenom modelu VaR-a sličnog portfelja bez financijske poluge. Važno je napomenuti da bi ti pristupi koji se zasnivaju na VaR-u mogli, ovisno o volatilnosti odnosno imovine, omogućiti znatno veću financijsku polugu od one koju bi dopustio pristup koji se zasniva na obvezama. Prema anketnim odgovorima iz 11 država članica EU-a, podskup fondova UCITS-a koji primjenjuju pristupe koji se zasnivaju na VaR-u za izračun ukupne izloženosti mogao bi prema neto vrijednosti imovine činiti između 27 % i 50 % sektora UCITS-a EU-a.

Direktiva 2011/61/EU – Direktiva o upraviteljima AIF-a

Pozajmice i upotreba sintetičke poluge AIF-i posluju bez regulatornih ograničenja poluge. Direktivom 2011/61/EU od fondova se traži isključivo izvješćivanje o upotrebi poluge. Bez obzira na to, Direktivom 2011/61/EU dopušta se nadležnim tijelima da ograniče razinu financijske poluge koju upravitelji fonda imaju pravo upotrijebiti u svojim AIF-ima te uvode druga ograničenja povezana s upravljanjem rizicima kako bi se „ograničila mjera do koje korištenje financijskom polugom pridonosi povećanju sistemskog rizika u financijskom sustavu ili rizika poremećaja na tržištu”. Nijedno tijelo dosad nije iskoristilo tu mogućnost i na razini EU-a ne postoji okvir koji bi podupirao usklađenu provedbu makrobonitetnih zahtjeva povezanih s financijskom polugom.

II. Preporuka ESRB-a o rizicima povezanim s likvidnošću i financijskom polugom u investicijskim fondovima**II.1. Preporuka A – Instrumenti za upravljanje likvidnošću povezani s isplatom****II.1.1. Ekonomski razlozi i planirani učinci****Preporuka A(1) – Dostupnost dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću**

Potrebno je proširiti regulatorni okvir za upravljanje likvidnošću u investicijskim fondovima u Europskoj uniji. Odredbe o upravljanju likvidnošću iz Direktive 2009/65/EZ i Direktive 2011/61/EU u prošlosti su uglavnom bile primjerene. Međutim, kontinuirani rast sektora investicijskih fondova i sve intenzivnija transformacija likvidnosti u njima mogli bi dovesti do povećanih rizika za financijsku stabilnost koje treba rješavati.

Odgovarajući instrumenti za upravljanje likvidnošću mogli bi smanjiti likvidnosnu neusklađenost u UCITS-ima i otvorenim AIF-ima te tako smanjiti rizike za financijsku stabilnost u stresnim tržišnim uvjetima. Likvidnosna neusklađenost posebno je važna za otvorene fondove koji nude česte mogućnosti isplate premda ulažu u imovinu koja se, u određenim slučajevima, ne može brzo prodati bez značajnog utjecaja na tržišnu cijenu. Mnogi otvoreni fondovi, premda ne i svi, nude dnevne isplate. Prema odredbama Direktive 2009/65/EZ i Direktive 2011/61/EU upravitelji fondova odgovorni su za određivanje učestalosti isplata (vidjeti Okvir 1.a). Postoji skup dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću koji mogu pridonijeti smanjenju likvidnosnog rizika za otvorene fondove tako što smanjuju prednost prvog podnositelja zahtjeva⁽²⁾ u stresnim uvjetima na tržištu (*ex ante*) i pojavu likvidnosne spirale (*ex post*).

⁽¹⁾ Smjernice CESR-a o mjerenju rizika i izračunu ukupne izloženosti i rizika druge ugovorne strane za UCITS-e, CESR, 28. srpnja 2010.

⁽²⁾ Detaljnije objašnjenje tog pojma može se pronaći u odjeljku II.1. Priloga Preporuci ESRB/2012/1 Europskog odbora za sistemske rizike od 20. prosinca 2012. o novčanim fondovima (SL C 146, 25.5.2013., str. 1.).

Ex ante instrumenti mogu se upotrijebiti za smanjenje prednosti prvog podnositelja zahtjeva i sistemskog rizika. U načelu se ti instrumenti mogu upotrebljavati u normalnim ili u stresnim tržišnim uvjetima. Svrha *ex ante* instrumenata kao što je zaštitno prilagođavanje cijena (engl. *swing pricing*) i naknada za sprječavanje razvodnjavanja jest pravedno postupanje prema klijentima tako što se osigurava da postupci ulagača koji podnesu zahtjev za isplatu ne štete preostalim ulagačima. Time bi trebao biti otklonjen svaki poticaj ulagačima da zatraže isplatu prije drugih kako bi imali manje troškove. Ipak, ulagači koji su odlučni u namjeri da likvidiraju svoje pozicije u fondu učinit će to bez obzira na povezane troškove. Tim se instrumentima samo smanjuje prednost prvog podnositelja zahtjeva, ali se ne smanjuje nužno i pritisak na prodaju na tržištima odnosno imovine.

Ex post instrumenti omogućuju upraviteljima fondova da upravljaju likvidnošću investicijskih fondova kontroliranjem ili ograničavanjem odljeva. Zahvaljujući tim instrumentima upravitelji obično nisu prisiljeni odmah prodavati imovinu (po cijenama koje su jednake tržišnim cijenama ili manje od njih) kako bi zadovoljili zahtjeve ulagača za isplatu. Stoga u određenoj mjeri mogu djelovati kao svojevrsni prekidač zatvorenog kruga i usporiti pojavu likvidnosne spirale. *Ex post* instrumenti obično se upotrebljavaju u stresnim tržišnim uvjetima.

Dostupnost i provedba dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću za investicijske fondove znatno se razlikuje ovisno o državi. Iako se Direktivom 2009/65/EZ i Direktivom 2011/61/EU upravitelju fonda i nacionalnom nadležnom tijelu izričito dopušta obustava isplata, u njima nije predviđen nijedan drugi dodatni instrument za upravljanje likvidnošću. Prema tome, dostupnost dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću i postupci koji uređuju njihovu upotrebu razlikuju se od države do države. Anketa koju je proveo IOSCO ⁽¹⁾ kao i nedavna anketa među državama članicama EU-a koju je provela ESMA ⁽²⁾ pokazuju da je u dijelu država članica dostupan skup dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću, uključujući zaštitno prilagođavanje cijena i naknade za sprječavanje razvodnjavanja. Međutim, u većini država članica dostupno je manje instrumenata.

Najdostupniji instrumenti u državama članicama EU-a su:

- naknade za isplatu
- ograničenje isplate
- nenovčana isplata
- posebni računi za odvajanje nelikvidnih ulaganja
- obustava isplata.

Jedini instrument koji se upotrebljava u svim obuhvaćenim državama je obustava isplata. Sljedeći najrašireniji instrument je nenovčana isplata, koji je dostupan u 17 država članica EU-a.

U većini država članica aktiviranje instrumenata za upravljanje likvidnošću u isključivoj je nadležnosti upravitelja fondova; regulatori imaju manje važnu ulogu i ne mogu aktivirati instrumente. Upraviteljima fondova nije potrebno dopuštenje regulatora da aktiviraju većinu dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću. Samo u trima državama članicama EU-a potrebno je odobrenje za neke instrumente, a samo u jednoj potrebno je odobrenje za upotrebu ovlasti obustave isplata. Međutim, instrumenti za upravljanje likvidnošću i uvjeti u kojima je dopuštena njihova upotreba u pravilu moraju biti nabrojani u osnivačkim aktima investicijskog fonda koje moraju odobriti države članice EU-a. Regulatorima obično nije dopušteno da aktiviraju instrumente. Iznimka od tog pravila obično je obustava isplata, koju može odrediti regulator ako se smatra da je to u javnom interesu, a pretpostavka je da je to ujedno u interesu financijske stabilnosti. U više država nacionalna nadležna tijela imaju ovlast aktiviranja ograničenja isplata.

Dostupnost instrumenata je, u određenim slučajevima, ograničena na određene vrste investicijskih fondova i/ili iznimne okolnosti. Opcija upotrebe dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću u normalnim uvjetima razlikuje se od države do države. U nekim državama članicama određeni instrumenti mogu se upotrebljavati u normalnim okolnostima, obično pod uvjetom da je mogućnost njihove upotrebe predviđena u aktima fonda. U drugim državama članicama upotreba određenih instrumenata ograničena je na iznimne okolnosti. U svim državama članicama korištenje ovlastima obustave isplata ograničeno je isključivo na iznimne okolnosti.

⁽¹⁾ Anketom IOSCO-a obuhvaćene su države članice EU-a i države koje nisu članice EU-a. U izvješću je težište stavljeno na odgovore 11 država članica Europske unije koje su obuhvaćene anketom. Dostupno na mrežnoj stranici <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

⁽²⁾ Dodatne informacije mogu se pronaći u Tablici A1 u Dodatku.

Smjernice regulatora o upotrebi dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću heterogene su i razlikuju se ovisno o pojedinačnom instrumentu. Nije uvijek određeno najdulje razdoblje obustava isplata, a tri države članice ne daju nikakve smjernice o upotrebi obustava isplata. Kada je riječ o drugim dodatnim instrumentima za upravljanje likvidnošću, formalne definicije su rijetke, premda su države članice u općim crtama upoznate s instrumentima. U nacionalnom pravu najčešće nema specifičnih regulatornih odredbi ili smjernica nacionalnih nadležnih tijela o upotrebi instrumenata.

FSB je utvrdio da bi likvidnosna neusklađenost mogla biti strukturalna ranjivost otvorenih investicijskih fondova i predložio da instrumenti za upravljanje likvidnosnim rizikom budu šire dostupni. Dostupnost raznovrsnih *ex ante* i *ex post* instrumenata za upravljanje likvidnošću u svim državama članica povećala bi sposobnost reagiranja na situacije likvidnosnog stresa, čime bi se smanjili rizici za financijsku stabilnost. U odgovorima u sklopu savjetovanja koje je organizirala Europska komisija, nacionalna nadležna tijela i upravitelji investicijskih fondova također su izjavili da bi pozdravili širu dostupnost instrumenata za upravljanje likvidnošću. ⁽¹⁾

Prekogranični učinci upućuju na potrebu za većom usklađenošću regulatornog okvira. Budući da ulaganja i poslovanje UCITS-a i AIF-a često imaju prekogranični karakter, mogući utjecaj likvidnosnih problema nije ograničen na države u kojima ti UCITS-i AIF-i imaju sjedište. Zaraza bi mogla pridonijeti pojavi likvidnosnih spirala s prekograničnim učinkom. Homogeni skup instrumenata za upravljanje likvidnošću stoga bi trebao biti dostupan u cijeloj Europskoj uniji. Tako bi investicijski fondovi dobili zajednički skup dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću koje bi upravitelji fondova mogli ocijeniti i, po potrebi, uključiti u osnivačke akte investicijskih fondova radi smanjenja prekograničnih likvidnosnih rizika. Svi AIF-i i UCITS-i trebali bi rutinski uključiti u svoje osnivačke akte ovlast obustave isplata u stresnim tržišnim uvjetima.

Cilj je preporuke povećati dostupnost instrumenata za upravljanje likvidnošću, ali i olakšati njihovo aktiviranje. Upravitelji fondova mogu biti neskloni upotrebi određenih instrumenata za upravljanje likvidnošću iz niza razloga, uključujući reputacijske razloge ili strah od zaraze. Aktiviranje instrumenata moglo bi prouzročiti učinak prelijevanja na ostale investicijske fondove istog upravitelja. U nekim bi slučajevima taj učinak mogao zahvatiti i investicijske fondove kojima upravljaju drugi upravitelji, no koji imaju sličnu koncentraciju u portfelju. Prema tome, moguće je da za učinkovito smanjenje likvidnosnog rizika povezanog s investicijskim fondom nije dovoljno predvidjeti dodatne instrumente za upravljanje likvidnošću u osnivačkim aktima ako upravitelj fonda u praksi nije sklon primjeni tih instrumenata. Upravitelji fondova stoga bi trebali osigurati potrebnu operativnu sposobnost i plan djelovanja u nepredvidivim okolnostima za pravodobno aktiviranje dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću. Prospekt investicijskog fonda odnosno predgovorne informacije koji se daju ulagačima trebali bi sadržavati informacije o svim dodatnim instrumentima za upravljanje likvidnošću koji su predviđeni osnivačkim aktima, o njihovoj svrsi i upotrebi. To treba učiniti radi jasnoće i upoznavanja ulagača s instrumentima koji se ne upotrebljavaju često.

Cilj je preporuka potaknuti usklađen pristup upotrebi instrumenata za upravljanje likvidnošću u državama članicama. Kako bi se osigurala usklađena primjena dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću u državama članicama, zakonodavnim prijedlogom ESMA bi se trebala obvezati na razvoj općih uputa o uvođenju dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću u sklopu postupka upravljanja likvidnošću u investicijskom fondu te o zahtjevima za transparentnost i zahtjevima za izvješćivanje koje je potrebno uspostaviti. Kako bi se razjasnio učinak dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću na financijsku stabilnost, ESRB bi trebao surađivati s ESMA-om u vezi s makrobonitetnim pitanjima. Upravitelji fondova trebali bi izvješćivati nacionalna nadležna tijela o provedbi i upotrebi dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću. Kako bi se izbjeglo opterećenje zbog izvješćivanja o dodatnim instrumentima za upravljanje likvidnošću koji se redovito ili stalno upotrebljavaju, moguće je ograničiti izvješćivanje samo na upotrebu instrumenata u stresnim tržišnim uvjetima.

Ex ante instrumenti za upravljanje likvidnošću mogu se upotrijebiti za smanjenje rasta i utjecaja sistemskog rizika, dok se ex post instrumenti za upravljanje likvidnošću mogu aktivirati u stresnim tržišnim uvjetima kada dolazi do znatnih odljeva iz investicijskih fondova. Obje vrste instrumenata tako bi pridonijele rješavanju pitanja rizika za financijsku stabilnost koji proizlaze iz likvidnosne neusklađenosti u investicijskim fondovima. Stoga se preporučuje da obje vrste instrumenata budu dostupne na razini Europske unije. U Okviru 2. dodatno se objašnjavaju različiti instrumenti i utvrđuje se da dio instrumenata neće uvijek biti primjeren ni potreban svim vrstama otvorenih investicijskih fondova.

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

Okvir 2.: Instrumenti za upravljanje likvidnošću

Ex ante/hibridni ⁽¹⁾ instrumenti za upravljanje likvidnošću ⁽²⁾

Cilj je zaštitnog prilagođavanja cijena zaštita postojećih dioničara investicijskog fonda od nepovoljnih cjenovnih učinaka zbog transakcija drugih ulagača. Zaštitnim prilagođavanjem cijena cijene dionica u investicijskom fondu mogu se prilagoditi radi djelomičnog pokrivanja troškova fonda koji proizlaze iz aktivnosti ulagača. ⁽³⁾ U praksi se neto vrijednost imovine investicijskog fonda revidira naniže u slučaju velikih odljeva odnosno velikih priljeva kako bi troškove transakcije snosili ulagači koji kupuju ili prodaju dionice, a ne svi ulagači. Te promjene cijena, ako ih ulagači razumiju, trebale bi im poslužiti kao poticaj da prilagode svoje zahtjeve za isplatu ili upis na način koji pridonosi stabilizaciji neto tokova investicijskog fonda. Zaštitno prilagođavanje cijena može se primijeniti na sve upise i isplate ulagača (potpuno zaštitno prilagođavanje cijena) ili samo na upise i isplate koje prelaze određeni prag (djelomično zaštitno prilagođavanje cijena). Kada je riječ o djelomičnom zaštitnom prilagođavanju cijena, određuje se prag i, kad god ga neto odljevi prijeđu, neto vrijednost imovine investicijskog fonda revidira se naniže i obratno. Pragovi mogu biti promjenjivi, mehanizam se može prilagođavati tržišnim/likvidnosnim uvjetima, čime se ograničava optimizacija ulagača (odnosno, sprječava se predviđanje zaštitnog prilagođavanja cijena i poduzimanje odgovarajućih koraka). U situaciji potpunog zaštitnog prilagođavanja cijena neto vrijednost imovine stalno se prilagođava, ovisno o tome postoje li neto priljevi ili odljevi. Zaštitno prilagođavanje cijena instrument je koji može učinkovito utjecati na zahtjeve ulagača za isplatu ili upis pridonoseći stabilizaciji prinosa fonda i smanjujući vjerojatnost nastanka prednosti prvog podnositelja zahtjeva te povezane prisilne prodaje. Bez obzira na to, ulagači koji su odlučili izići iz fonda učinit će to bez obzira na povezane troškove koji proizlaze iz prilagođenih cijena. S obzirom na mogućnost postojanja višestruke neto vrijednosti imovine, upotreba instrumenta zaštitnog prilagođavanja cijena mogla bi biti prilično složena i skupa te neizvediva za male investicijske fondove.

Slično tomu, naknade kojima se sprječava razvodnjavanje dodatne su naknade koje ulagači plaćaju investicijskom fondu za upis ili isplatu dionica investicijskog fonda. Upisi i isplate mogu imati utjecaj na vrijednost investicijskog fonda, posebno u situaciji kada se dionice investicijskog fonda jednostavno ne prenose s prodavatelja na kupce, već upravitelji fondova zbog neravnoteže između kupaca i prodavatelja moraju kupovati ili prodavati odnosnu imovinu. To uključuje transakcijske naknade, povezane poreze i troškove likvidnosti koji utječu na neto vrijednost imovine investicijskog fonda i uzrokuju razvodnjavanje. Naknada za sprječavanje razvodnjavanja pokriva te troškove postupanja po zahtjevima.

Zaštitno prilagođavanje cijena i naknade za sprječavanje razvodnjavanja odvrću od procikličkog postupanja, premda samo zaštitno prilagođavanje cijena potiče na protucikličko postupanje. Za razliku od zaštitnog prilagođavanja cijena, naknade za sprječavanje razvodnjavanja ne potiču ulagače na protucikličko postupanje (odnosno upise u fazi isplata) jer ulagači u tom slučaju nemaju koristi od povoljnije cijene pri prodaji ili isplati koja je određena zaštitnim prilagođavanjem cijena. Ni naknade za sprječavanje razvodnjavanja ni zaštitno prilagođavanje cijena ne uzrokuju dodatne troškove za investicijski fond, već samo mijenjaju način na koji se troškovi prenose na ulagače.

Ex post instrumenti za upravljanje likvidnošću

Ograničenja isplate (odgođene isplate) privremeno odgađaju isplate. Ograničenje isplate privremeno je odgađanje ostvarivanja prava dioničara na isplatu dionica. Odgađanje može biti potpuno, odnosno ulagači uopće ne mogu ostvariti pravo na isplatu dionica, ili djelomično, odnosno ulagači mogu ostvariti pravo na isplatu određenog dijela dionica. Ograničenja isplate mogu se i tako oblikovati da, kada zahtjevi za isplatu prijeđu određeni prag (na primjer 10 % neto vrijednosti imovine za investicijski fond koji nudi dnevne ili tjedne isplate), društvo za upravljanje fondom može odlučiti

⁽¹⁾ S obzirom na mogućnost ex post prilagodbe neto vrijednosti imovine ti se instrumenti mogu smatrati hibridnima, odnosno uvedenima ex ante, ali aktiviranima ex post.

⁽²⁾ Testiranje otpornosti na stres dodatan je ključni instrument za likvidnost. Testira se praksa upravljanja likvidnošću u situacijama znatnog stresa zbog kojih bi fondovi mogli biti izloženi velikim likvidnosnim problemima. S obzirom na to da postoji zasebna preporuka o testiranju otpornosti na stres, ovdje se ne govori o tome (vidjeti Preporuku C).

⁽³⁾ Zaštitno prilagođavanje cijena mehanizam je koji upotrebljavaju fondovi s jedinstvenom cijenom; fondovi s dvjema cijenama imaju slične mehanizme koji upravitelju fonda omogućuju da odredi cijenu trgovanja između cijene po kojoj se udjeli upisuju i isplaćuju kako bi osigurao da troškove transakcija fonda snose ulagači koji ulaze u fond odnosno oni koji ga napuštaju.

odgoditi zahtjeve koji prelaze taj prag do sljedećeg razdoblja trgovanja. Zahvaljujući ograničenju isplate upravitelji fondova u stresnim tržišnim uvjetima imaju više vremena i fleksibilnosti da odgovore na zahtjeve ulagača za isplate i osiguraju urednu prodaju odnosne imovine. To može smanjiti rizik prisilnih prodaja.

Zahvaljujući mogućnosti nenovčane isplate upravitelji fondova ne moraju likvidirati velike iznose imovine zbog zahtjeva za velike isplate. Upravitelj fonda može odlučiti ispuniti zahtjev za isplatu prijenosom vrijednosnih papira, umjesto gotovine, na imatelja udjela koji je podnio zahtjev za isplatu. Budući da velika *ad hoc* prodaja imovine može imati znatan utjecaj na tržište, nenovčana isplata može zaštititi ulagače koji ostaju u investicijskom fondu od visokih troškova likvidacije koji bi u protivnom mogli nastati. Taj bi mehanizam mogao biti primjeren za naloge za isplatu koje podnesu institucijski ulagači. Međutim, uglavnom je manje primjeren za isplate po zahtjevima malih ulagača jer nenovčana isplata pojedinačnih dionica investicijskog fonda može biti neizvediva i za sobom povlačiti visoke operativne troškove i velike posljedice za reputaciju. Premda ulagači mogu prodati imovinu koju su stekli nenovčanom isplatom jednako kao i upravitelji fondova, tada bi bili prisiljeni internalizirati troškove te prodaje umjesto da se oni raspodijele među svim ulagačima u investicijskom fondu. Bez obzira na to prodaje li odnosnu imovinu sam investicijski fond ili ulagači, utjecaj na tržište, a stoga i na financijsku stabilnost, mogao bi biti jednak.

Posebni računi za odvajanje nelikvidnih ulaganja služe za razdvajanje nelikvidnih ulaganja od preostalih likvidnih ulaganja investicijskog fonda. Taj pristup ima dvije prednosti. Prvo, pretpostavlja se da ulagači kojima je potrebna likvidnost i dalje mogu unovčiti likvidni dio ulaganja investicijskog fonda uz male likvidacijske troškove. Drugo, tim se pristupom štite interesi ulagača koji žele ostati u investicijskom fondu jer upravitelj fonda nije prisiljen likvidirati imovinu po tržišnim cijenama ili po cijenama koje su niže od tržišnih zbog visoke razine zahtjeva za isplatu. Posebni računi stoga su posebno primjereni u situacijama u kojima ulagači fonda imaju različite interese, odnosno dio ulagača želi i dalje biti u fondu dok drugi žele isplatu dionica. Prakse u državama članicama razlikuju se s obzirom na pravila kojima su određene okolnosti u kojima je moguće stvaranje tih posebnih računa.

Rokovi za prethodnu obavijest upraviteljima fondova omogućuju dodatnu fleksibilnost u upravljanju likvidnošću. Rok za prethodnu obavijest odnosi se na razdoblje dostavljanja obavijesti koju su ulagači dužni dati upraviteljima fondova kada žele isplatu svojih ulaganja. Rokovi za prethodnu obavijest obično su određeni u osnivačkim aktima investicijskog fonda i njima se upraviteljima fondova daje vrijeme da ispune zahtjev za isplatu, a da pritom ne moraju odmah prodati imovinu uz diskont.

Obustava isplata krajnji je instrument u krizi likvidnosti. Obustave djeluju kao svojevrсни prekidači zatvorenog kruga i upravitelju fonda koji se suočava s financijskim poteškoćama daju dodatno vrijeme za urednu likvidaciju imovine. Upravitelji fondova ne moraju donositi brze odluke i likvidirati imovinu po bilo kojoj cijeni, nego imaju dodatno vrijeme za traženje optimalnog rješenja. Nadalje, to bi dodatno vrijeme upraviteljima fondova i nadzornim tijelima moglo omogućiti da ulagače bolje obavijeste o razlozima stresa i tako možda spriječe paniku. Obustava isplata stoga se uglavnom smatra važnim instrumentom za upravljanje visokom razinom isplata u kriznim situacijama. Međutim, obustave bi mogle vrlo nepovoljno utjecati na dobrobit ulagača koji ne budu mogli unovčiti svoje ulaganje. Nadalje, postoji zabrinutost da bi iskusni ulagači mogli predvidjeti obustavu isplata i zatražiti isplatu svojih dionica prije drugih, što bi bilo suprotno izvornom cilju instrumenta, odnosno smanjenju prednosti prvog podnositelja zahtjeva te bi čak moglo potaknuti navalu na fond.

Preporuke A(2) i A(3) – Dodatne odredbe o nacionalnim nadležnim tijelima i o ulozi ESMA-e u vezi s obustavom isplata od strane nacionalnih nadležnih tijela s mogućim prekograničnim utjecajem na financijsku stabilnost

Obustava isplata jedini je instrument dostupan u svim državama članicama. Načelno govoreći, odluka o obustavi isplata ponajprije je odgovornost i diskrecijsko pravo upravitelja fonda (vidjeti Okvir 2.). Međutim, obustavu isplata mogu naložiti i nacionalna nadležna tijela za UCITS-e i AIF-e ako je to u interesu imatelja udjela ili javnosti.

Upravitelji fondova možda neće obustaviti isplate ako ne mogu internalizirati učinak visoke razine isplata na stabilnost financijskog sustava. Navala i na pojedinačni investicijski fond može biti dovoljna da izazove opću paniku među ulagačima i povlačenje širih razmjera iz drugih fondova. Posljedično se investicijski fondovi mogu suočiti s velikim likvidnosnim stresom, zbog čega bi mogli biti prisiljeni prodati znatne iznose imovine. Ako je pogođeni investicijski fond velik u odnosu na tržište ili sektor, to može prouzročiti znatan pad cijena imovine, što dovodi do nastanka silazne spirale. Stoga je sprječavanje navala i posljedične prisilne prodaje od velike važnosti za cjelokupnu financijsku stabilnost.

Upravitelji fondova možda neće obustaviti isplate zbog zabrinutosti za reputacijski rizik. Jedna od glavnih prepreka za primjenu obustave isplata leži u mogućnosti njezina negativnog učinka na reputaciju upravitelja fonda. Budući da se potreba za obustavom lako može pripisati lošem upravljanju likvidnošću od strane upravitelja fonda, moglo bi doći do trajnog gubitka povjerenja u njegovu stručnost. Stoga je moguće da se upravitelji fonda ne odluče za obustavu isplate čak i ako bi ona bila u zajedničkom interesu svih ulagača u investicijski fond. U nekim slučajevima upravitelji fondova mogu se također odlučiti protiv obustave isplata ako smatraju da to ne bi bilo u najboljem interesu ulagača u njihove investicijske fondove. U tim slučajevima, kada upravitelji fondova ne uvedu obustavu isplate koja bi s makrobonitetnoga gledišta bila opravdana, nacionalna nadležna tijela trebala bi upotrijebiti svoju ovlast i zatražiti obustavu isplate.

Mehanizmi na temelju režima putovnica u Uniji znače da se nacionalnim nadležnim tijelima trebaju dodijeliti uloge i odgovornost za nalažanje obustave. Režimi putovnica omogućuju upraviteljima AIF-a i društvima za upravljanje UCITS-ima da prodaju udjele ili dionice preko granica ulagačima unutar Europskog gospodarskog područja (EGP). Upraviteljima tih investicijskih fondova također omogućuju aktivnosti prekograničnog upravljanja. Ako je investicijski fond osnovan u jednoj državi članici, ali upravitelj AIF-a ili društvo za upravljanje UCITS-om ima sjedište u drugoj državi članici, možda neće biti jasno koje je nacionalno nadležno tijelo odgovorno za upravljanje obustavom isplata ili kada neko tijelo treba intervenirati upotrebom ovlasti za obustavu. Nejasnoće u dodjeli odgovornosti mogle bi prouzročiti nedostatne ili zakašnjele reakcije u okolnostima stresa ili ubrzanih promjena tržišnih uvjeta. Zajednička odgovornost i/ili odgovornost povjerena slabije informiranom tijelu stoga bi mogla imati neplanirane negativne posljedice. Kako bi se to izbjeglo, Komisiji se preporučuje da predloži da se odgovarajućim zakonodavstvom Europske unije pojasne uloge i odgovornosti uključenih nacionalnih nadležnih tijela.

Druga mjerodavna tijela, uključujući ESMA-u i ESRB, treba obavijestiti prije nego što odgovorno tijelo iskoristi svoje ovlasti i naloži obustavu isplata u slučaju prekograničnog utjecaja na financijsku stabilnost. Budući da režimi putovnica omogućuju prekogranično trgovanje fondovima unutar EGP-a, nalažanje obustave isplata moglo bi izravno utjecati na ulagače i tržišta drugih mjerodavnih tijela. Nalog za obustavu isplata iz određenog investicijskog fonda stoga bi mogao imati posljedice i za financijska tržišta te povjerenje ulagača u drugim državama. Ako mjerodavna tijela nisu informirana, takve tržišne reakcije mogle bi iznenaditi i omesti odgovarajuće djelovanje regulatora. Kako bi se smanjili mogući rizici za financijsku stabilnost, Komisiji se preporučuje da predloži da se obveza dostavljanja prethodnih obavijesti mjerodavnim tijelima uključi u odgovarajuće zakonodavstvo Unije. No, tu bi obvezu trebalo izraziti na takav način da ne spriječi nacionalna nadležna tijela da odmah djeluju u slučaju krize.

ESMA treba nastojati pružiti savjete te olakšati i usklađivati primjenu ovlasti nacionalnih nadležnih tijela za obustavu isplata u slučaju prekograničnog utjecaja na financijsku stabilnost. Uzimajući u obzir nacionalne značajke, ESMA treba preuzeti koordinacijsku i savjetodavnu ulogu kako bi osigurala jednake uvjete za primjenu ovlasti nacionalnih nadležnih tijela da obustave isplate s ciljem smanjenja rizika za financijsku stabilnost. Ta koordinacijska uloga treba obuhvatiti preuzimanje vodstva u općim praktičnim pitanjima koje nacionalna nadležna tijela trebaju razmotriti kada primjenjuju svoje ovlasti za obustavu isplata. Osim toga, trenutačno nema homogene i precizne definicije javnog interesa. ESMA treba poticati zajedničko razumijevanje nacionalnih nadležnih tijela kada je riječ o načinu na koji se relevantne odredbe Direktive 2009/65/EZ i Direktive 2011/61/EU odnose na financijsku stabilnost i sistemski rizik, a da pritom ne učini djelovanje regulatora predvidljivim i ne stvara moralni hazard. Te će odredbe ne samo omogućiti usklađeniji pristup obustavi isplata, nego će i poduprijeti zamisao da obustava isplata treba postati funkcionalan instrument koji će pomoći smanjenju rizika za financijsku stabilnost.

II.1.2. Neplanirani učinci

Postoji rizik da bi dobro upućeni institucionalni ulagači mogli predvidjeti aktiviranje određenog instrumenta. To bi moglo smanjiti djelotvornost instrumenta ili imati suprotan učinak jer bi ulagači pokušali djelovati već i prije njegova aktiviranja. U nekim bi okolnostima predviđanje aktiviranja čak moglo prouzročiti scenarij navale i tako pokrenuti nastanak likvidnosne spirale. Iz tog razloga u smjernicama treba izbjeći bilo kakav automatizam i preskriptivnost.

Instrumenti za upravljanje likvidnošću mogu biti korisni kada su stresni tržišni uvjeti trajniji. Ovisno o tržišnim okolnostima, *ex post* instrumenti mogu samo odgoditi problem likvidnosti s obzirom na to da se njima isplate odgađaju na ograničen rok (npr. ograničenjem isplate). Time se problem ne uklanja kada stresni tržišni uvjeti potraju i stoga *ex post* instrumenti ne mogu zamijeniti strukturne mjere kao što su one kojima je cilj rješavanje prekomjernih neusklađenosti likvidnosti.

II.2. Preporuka B – Dodatne odredbe za smanjivanje vjerojatnosti prekomjernih likvidnosnih neusklađenosti

II.2.1. Ekonomski razlozi i planirani učinci

Investicijski fondovi koji upravljaju imovinom kojoj je svojstvena manja likvidnost ne ugrožavaju nužno financijsku stabilnost. Osiguravanje pristupa različitim kategorijama imovine povećava tržišnu učinkovitost jer pruža više mogućnosti ulaganja i izdavateljima takve imovine olakšava pristup financiranju. Sa stajališta ekonomske politike,

dopuštanje investicijskim fondovima da ulažu u kategorije imovine kojom se manje trguje, kao što su vlasnički vrijednosni papiri kojima se ne trguje na burzi, korporacijske obveznice bez rejtinga ili krediti, također pridonosi diverzifikaciji financiranja u gospodarstvu. To odgovara povećanoj potražnji ulagača za više različitih mogućnosti ulaganja u uvjetima niskih prinosa koji traju dulje vremena.

Rizici za financijsku stabilnost pojavljuju se u situacijama velike neusklađenosti između likvidnosti te imovine i likvidnosti koja se nudi ulagačima na temelju politika isplata u fondu. U usporedbi s investicijskim fondovima koji ulažu u likvidnu imovinu, kod kojih bi samo velik broj isplata utjecao na tržišne cijene, obveza prodaje čak i malog iznosa manje likvidne imovine, zbog toga što bi isplata udjela u fondu mogla biti obustavljena, mogla bi brzo dovesti do vrlo snažnog pada tržišnih cijena. Česte mogućnosti isplate posebno su problematične ako ulagači zbog njih precijene likvidnost imovine koju drže investicijski fondovi u koje su uložili. To bi moglo dovesti do prisilnih prodaja, na primjer zaduženih ulagača.

Osigura li se strukturna usklađenost politike isplata otvorenog investicijskog fonda s profilom likvidnosti njegove imovine trebali bi se smanjiti rizici povezani s prisilnim prodajama. Kada u velikoj mjeri ulažu u manje likvidnu imovinu, upravitelji imaju nekoliko mogućnosti. Na primjer na strani imovine, ako se ograniči udio manje likvidne imovine u koju upravitelj može ulagati, povećala bi se sposobnost upravitelja fonda da osigura isplate, čak i u stresnim tržišnim uvjetima. Osiguranjem dostupnosti dovoljno likvidne imovine smanjili bi se prednost prvog podnositelja zahtjeva i rizik navale na investicijski fond. Riječ je o rješenju za prekomjerne likvidnosne neusklađenosti na razni pojedinačnog fonda, ali njime bi se smanjili razmjeri ukupne prodaje i rizik prisilnih prodaja. Naposljetku, time bi se također smanjili vjerojatnost i razmjeri sistemskog događaja.

Poboljšanjem sposobnosti investicijskog fonda da osigura isplate u stresnim tržišnim uvjetima smanjuje se i vjerojatnost obustave isplata. Povećanjem strukturne otpornosti investicijskih fondova izbjeglo bi se preveliko oslanjanje na dodatne instrumente za upravljanje likvidnošću jer se dio komentara u medijima izričito bavi mogućim neplaniranim učincima samog instrumenta obustave isplata ⁽¹⁾.

Na strani obveza upravitelji bi mogli provoditi politike isplata i smanjiti učestalost isplata koje investicijski fond nudi i/ili uvesti rok za prethodnu obavijest za ulagače koji žele podnijeti zahtjev za isplatu udjela u investicijskom fondu. Ako je razina odljeva neuobičajeno visoka, ograničenje isplata značilo bi da upravitelj fonda ima više vremena za likvidaciju imovine kako bi postupio po zahtjevima za isplatu. Osim toga, time bi se stvorilo vrijeme u kojem bi tržište moglo pronaći rješenje za temeljnu zabrinutost ili u kojem bi ta zabrinutost prirodno nestala, kao što je to bio slučaj s nekretninskim fondovima u Ujedinjenoj Kraljevini. U nekim bi slučajevima to moglo omogućiti određeni oblik opsežnije intervencije nadležnih tijela, što bi moglo pridonijeti smanjenju neposrednog temeljnog stresa. Kada je riječ o rokovima za prethodnu obavijest, ulagači koji unaprijed znaju datum isplate mogu bolje planirati svoje likvidnosne pozicije nego u situaciji obustave isplata.

Nekretninski fondovi primjer su fondova kod kojih bi se mogle pojaviti velike likvidnosne neusklađenosti. Nekretninski fondovi obično ulažu u manje likvidnu odnosnu imovinu i, kada je riječ o otvorenim fondovima, često imaju znatne likvidnosne neusklađenosti. Sistemski rizici mogu nastati zbog kombinacije likvidnosnih neusklađenosti i upotrebe financijske poluge. Oni koji među prvima podnesu zahtjev za isplatu mogli bi uživati prednost prvog podnositelja zahtjeva, što bi moglo potaknuti navalu na investicijski fond jer ti investicijski fondovi drže malo likvidne imovine za postupanje po zahtjevima za isplatu. Zbog financijske poluge ti bi zahtjevi za isplate mogli prisiliti upravitelja da proda velik dio portfelja, što bi se odrazilo na cijene imovine. Naposljetku bi ti investicijski fondovi mogli povećati i proširiti rizike u ostatku financijskog sustava. ⁽²⁾ Kada je riječ o nekretninskim fondovima u Ujedinjenoj Kraljevini, obustave isplata pomogle su da se izbjegnju raširene, brze prodaje poslovnih nekretnina nakon referenduma Ujedinjene Kraljevine o članstvu u Europskoj uniji (vidjeti Okvir 3.). Međutim, kao što je to istaknula središnja banka Bank of England, još postoji temeljna ranjivost koja bi mogla proizići iz likvidnosnih neusklađenosti između imovine i obveza investicijskih fondova. Budući šokovi na tržištu poslovnih nekretnina mogli bi pokrenuti cikluse isplata, obustava isplata i prodaja po sniženim cijenama.

⁽¹⁾ Za primjere mogućih neplaniranih posljedica povezanih s kretanjima u nekretninskim fondovima u Ujedinjenoj Kraljevini u posljednje vrijeme vidjeti <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brexit-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> ili <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, dostupni u studenome 2017.

⁽²⁾ Bank of England, „Financial Stability Report – November 2016”.

Okvir 3. Nekretninski fondovi – primjer nekretninskih fondova u Ujedinjenoj Kraljevini

Nekretninski fondovi u Europskoj uniji razlikuju se. Nekretninski fondovi obično ulažu u manje likvidnu imovinu poput nekretnina, prava vlasništva i vlasničkih udjela u nekretninskim poduzećima. U nekim državama dopušteni su samo zatvoreni nekretninski fondovi, čijim se ulagačima udjeli mogu isplatiti samo u skladu s unaprijed određenim rokovima dospijeca i, obično, samo po isteku roka na koji je investicijski fond osnovan. U drugim državama pravila investicijskih fondova i ponudbene dokumentacije otvorenih fondova omogućuju ulagačima češće podnošenje zahtjeva za isplatu udjela u fondu. To može dovesti do transformacije likvidnosti velikih razmjera, osobito ako ti investicijski fondovi nude mogućnost tjednih ili dnevnih isplata.

Primjer zabrinutosti povezane s nekretninskim fondovima zabrinutost je do koje je došlo nakon referenduma 23. lipnja 2016. u Ujedinjenoj Kraljevini o članstvu u EU-u. Od srpnja do prosinca 2016. nekoliko programa od 19 ovlaštenih programa zajedničkog ulaganja u Ujedinjenoj Kraljevini ⁽¹⁾ koji su ulagali izravno u nekretnine poduzelo je neki oblik posebnih likvidnosnih mjera. Na tržištu nekretnina Ujedinjene Kraljevine vrijednosti su padale i investicijski fondovi provodili su isplate oko osam mjeseci prije referenduma. Poslije odluke o izlasku iz EU-a došlo je do povećanja broja zahtjeva ulagača za isplatu. Oko 15 investicijskih fondova koji su nudili dnevno postupanje po zahtjevima suočilo se s kumulativnim isplatama u visini od 4,1 % neto vrijednosti imovine, a jedan od njih s isplatama od čak 8 % neto vrijednosti imovine. Istodobno je deset investicijskih fondova provelo prilagodbu cijena na temelju fer vrijednosti u visini od 4 % do 15 %.

Pogođeni investicijski fondovi različito su pristupili upotrebi instrumenta za upravljanje likvidnošću. U prvom tjednu srpnja šest investicijskih fondova s dnevnim postupanjem po zahtjevima, ukupne veličine oko 14,6 mlrd. GBP, obustavili su isplate (tri su fonda također prilagodila cijene na temelju fer vrijednosti). Jedan investicijski fond potom je nastavio postupati po zahtjevima uz prilagodbu za sprječavanje razvodnjavanja zbog sniženja cijena koje je bilo potrebno da bi se više nekretnina brzo prodalo. Drugi upravitelji fondova odlučili su se za obustavu isplata do trenutka kada su ocijenili da je vrednovanje imovine dovoljno jasno. Pravila Tijela za financijsko poslovanje Ujedinjene Kraljevine (FCA) nalažu upravitelju fonda da preispita razloge za obustavu isplata barem svakih 28 dana, ali ne određuju najduže razdoblje obustave.

Razine zahtjeva za isplatu počele su se normalizirati sredinom srpnja. Investicijski fondovi koji su obustavili isplate postupno su ponovno počeli postupati po zahtjevima za isplatu, a posljednji od njih učinio je to sredinom prosinca. Investicijski fondovi koji su nudili mjesečnu ili tromjesečnu likvidnost nisu se suočili s razinama zahtjeva za isplate koje bi bile više od uobičajenih ili su uspjeli osigurati dovoljno novca i druge likvidne imovine za postupanje po zahtjevima.

Ti su događaji utjecali na dio investicijskih fondova povezanih s osiguranjima (engl. *unit-linked*), ali nije došlo do zaraze drugih kategorija imovine. Obustava postupanja po zahtjevima utjecala je na dio investicijskih fondova povezanih s osiguranjima koji su ulagali u programe zajedničkog ulaganja radi izloženosti nekretninama kao kategoriji imovine. Od tih investicijskih fondova, njih 59, koji upravljaju imovinom od 2 mlrd. GBP, ulagali su u programe zajedničkog ulaganja koji su obustavili postupanje po zahtjevima. U pojedinim se slučajevima to odrazilo na njihovu sposobnost ispunjavanja neugovornih obveza, uključujući otkupe osiguranja ili prijenose, no ne i na isplatu po dospijeću ili smrti osiguranika.

Središnja banka Bank of England upozorila je na rizik zaraze u izvješću o financijskoj stabilnosti iz srpnja 2016. ⁽²⁾ Međutim, karakter tržišnog događaja smanjio je rizik mogućeg sistemskog učinka. Šok nije bio raširen kreditni događaj, nego prije svega događaj koji je bio ograničen na Ujedinjenu Kraljevinu i utjecao na cijene nekretnina. Osim toga, širenje učinka isplata investicijskih fondova s dnevnim postupanjem po zahtjevima uspješno je spriječeno upotrebom instrumenata koji su investicijskim fondovima već bili na raspolaganju. Nadalje, vrijednost pogođenih investicijskih fondova bila je mala: udio imovine kojom su upravljali ovlašteni nekretninski programi zajedničkog ulaganja u ukupnoj imovini otvorenih investicijskih fondova u Ujedinjenoj Kraljevini iznosio je 2,7 % (949,7 mlrd. GBP). Svi otvoreni investicijskih fondovi drže ukupno približno 35 mlrd. GBP poslovnih nekretnina, što je manje od 10 % tržišta (683 mlrd. GBP).

⁽¹⁾ Ti su fondovi alternativni investicijski fondovi u skladu s Direktivom 2011/61/EU, ali podliježu odobrenju i uređenju prema pravu Ujedinjene Kraljevine.

⁽²⁾ Bank of England, „Financial Stability Report – July 2016“.

Primjer su i obveznički fondovi koji ulažu u vrijednosne papire s neinvesticijskim rejtingom ili bez rejtinga, što može dovesti do znatnih likvidnosnih neusklađenosti. U prosincu 2015. veliki američki fond koji je ulagao u obveznice visokog prinosa objavio je da likvidira svoj portfelj i obustavlja isplate. S obzirom na zahtjeve ulagača za isplatu u uvjetima općeg smanjenja likvidnosti na tržištima vrijednosnih papira s fiksnim prinosisima, upravitelj fonda zaključio je da nije moguće prikupiti dovoljno novca za postupanje po zahtjevima za isplatu bez prodaje imovine po sniženim cijenama, čime je naškodilo preostalim dioničarima. To se dogodilo zato što je investicijski fond držao imovinu kojoj je svojstvena niska likvidnost, kao što su to korporacijske obveznice s rejtingom CCC i nižim rejtingom ili bez rejtinga, koje se nazivaju i problematične obveznice, i raspolagao s malo novca i druge likvidne imovine.

U većini investicijskih fondova u Europskoj uniji nema velikih likvidnosnih neusklađenosti. Na primjer, smatra se da je transformacija likvidnosti u dioničkim fondovima ograničena ⁽¹⁾ jer se većina dionica koje kotiraju na burzi smatra likvidnima čak i u stresnim uvjetima. Slično tomu, po svemu sudeći, u obvezničkim se fondovima usklađuju transformacija likvidnosti i ročna transformacija. ⁽¹⁾ Investicijski fondovi usredotočeni na manje likvidne korporacijske dužničke papire uglavnom ulažu u vrijednosne papire čije je dospelje kraće od prosječnoga, dok investicijski fondovi koji ulažu u likvidnije državne obveznice često ulažu u dugoročniju imovinu. Investicijski fond koji ulaže u dugoročnu likvidnu imovinu obično je može prodati u svakom trenutku, dok bi fond koji ulaže u kratkoročnu manje likvidnu imovinu trebao moći često obnavljati svoj portfelj, što ograničava transformaciju likvidnosti. ⁽²⁾

Za razliku od toga, s najvećim ročnim neusklađenostima suočavaju se otvoreni alternativni investicijski fondovi koji ulažu u imovinu kojoj je svojstvena manja likvidnost. Pet posto investicijskih fondova u Europi su nekretninski fondovi (658 mlrd. EUR), od kojih je većina otvorena i izložena likvidnosnim neusklađenostima, kao što je vidljivo iz ESRB-ove publikacije „EU Shadow Banking Monitor” (Tablice 1. i 2.). Osim toga, važnost sektora nekretninskih fondova posljednjih se godina povećala kako se imovina kojom upravljaju povećala za 34 % u dvije godine (do četvrtog tromjesečja 2016.) u usporedbi s povećanjem od 19 % zabilježenim za ostale fondove. „EU Shadow Banking Monitor” pokazuje i da fondovi za omeđivanje rizika (engl. *hedge funds*) (436 mlrd. EUR) provode transformaciju likvidnosti, ovisno o svojoj strategiji. Za usporedbu, kreditni fondovi još su sektor u nastajanju (26 mlrd. EUR).

Tablica 1.

Transformacija likvidnosti u investicijskim fondovima

Vrsta fonda	Obveznički fondovi	Fondovi za omeđivanje rizika	Nekretninski fondovi	Fondovi čijim se udjelima trguje na burzi	Fondovi rizičnog kapitala
	●	●	●	●	○

Označavanje bojama: ● = znatna aktivnost; ● = srednja aktivnost; ● = slaba aktivnost; ○ = malo vjerojatna ili neznatna aktivnost

Tablica 2.

Imovina investicijskih fondova u europodručju (bil. EUR)

	12/14.	6/15.	12/15.	6/16.	12/16.	3/17.	4/17.
Obveznički fondovi	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
Dionički fondovi	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
Fondovi za omeđivanje rizika	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
Mješoviti fondovi	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

⁽¹⁾ Vidjeti ESRB-ovu publikaciju „EU Shadow Banking Monitor”, br. 2, 2017.

⁽²⁾ Vidjeti ESRB-ovu publikaciju „EU Shadow Banking Monitor”, br. 1, 2016.

	12/14.	6/15.	12/15.	6/16.	12/16.	3/17.	4/17.
Nekretninski fondovi	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
Ukupno	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

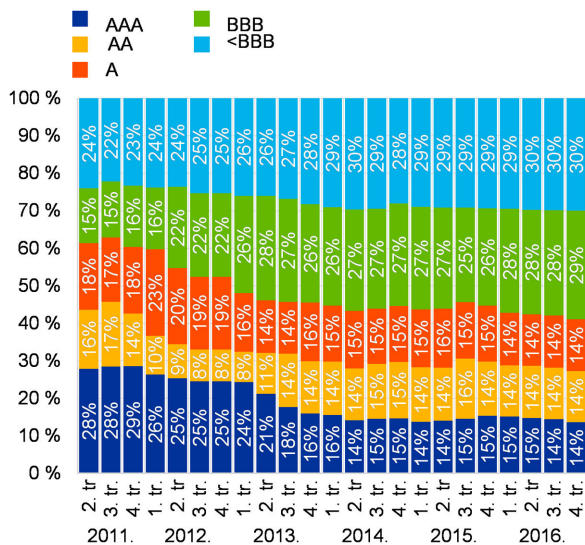
Posljednjih godina dio obvezničkih fondova u Europskoj uniji, uključujući UCITS-e, mijenja strategiju raspodjele svoje imovine u korist dužničkih vrijednosnih papira s nižim rejtingom, što je dovelo do izloženosti dužim dospjećima i većem kreditnom riziku. Investicijski fondovi koji ostvaruju visoke prinose čine 19 % imovine obvezničkih fondova, a, kao što je već rečeno, ovisno o strukturnim i cikličkim čimbenicima tržišne likvidnosti, ne može se isključiti mogućnost da će investicijski fondovi, barem privremeno, na kraju biti izloženi likvidnosnim neusklađenostima. Međutim, s obzirom na to da nema usklađenih podataka na razini Europske unije, teško je mjeriti značajnost tog problema i mogućeg doprinosa UCITS-a rizicima za financijsku stabilnost (vidjeti Okvir 4.).

Okvir 4. Moguća izloženost UCITS-a likvidnosnim neusklađenostima

Direktivom 2007/16/EZ UCITS-ima se nalaže da ulažu pretežito u likvidnu imovinu. Međutim, likvidnost dijela prihvatljive imovine mogla bi se smanjiti u stresnim tržišnim uvjetima, što bi ih privremeno izložilo likvidnosnim neusklađenostima. To posebno vrijedi za fondove koji ulažu u obveznice visoka prinosa. Kao odgovor, IOSCO je nedavno pokrenuo savjetovanje o tome bi li fondovi, uključujući UCITS-e, trebali imati dodatne mehanizme za upravljanje likvidnošću. (1)

Obveznički fondovi Europske unije: prosječni rejting držanja fondova

(postotak ukupne imovine, posljednji pregled u četvrtom tromjesečju 2016.)



Izvori: Thomson Reuters Lipper, ESMA i Standard & Poor's

Od 2009. dio fondova Europske unije mijenja strategiju raspodjele svoje imovine u korist dužničkih vrijednosnih papira s nižim rejtingom, istodobno produljujući trajanje portfelja. Premda se ta promjena obrazaca ulaganja usporila u posljednjih nekoliko godina, ti su fondovi sada izloženiji promjenama prinosa na obveznice. Manje likvidni portfelji i manji iznosi držanja gotovine mogli bi obvezničkim fondovima otežati uravnoteženje portfelja nakon zahtjeva za velike isplate, odnosno sprječavanje prelijevanja učinka na tržišta obveznica.

Usprkos podacima koji upućuju na rizičnije postupanje u uvjetima smanjene likvidnosti na tržištima obveznica (2), zbog nedostatka granularnih informacija o imovini (npr. njezinoj likvidnosti) i obvezama UCITS-a nemoguće je sveobuhvatno procijeniti rizik za financijsku stabilnost. Potrebno je uvesti izvještajnu obvezu za društva za upravljanje UCITS-ima, u skladu s Preporukom D, kako bi se procijenila značajnost tog rizika. Ta obveza obuhvaća prikupljanje i razmjenu granularnih i usklađenih podataka. Međutim, ako postoje analitički podatci koji upućuju na to da su dijelovi sektora fondova UCITS-a izloženi znatnim likvidnosnim neusklađenostima, moguće je da će trebati preispitati obuhvat Preporuke B i uključiti specifične proizvode za UCITS-e.

(1) „IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration”, izvješće o savjetovanju, srpanj 2017.

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

Odbor za financijsku stabilnost (FSB) preporučuje ⁽¹⁾ usklađivanje imovine i strategije ulaganja investicijskog fonda s uvjetima isplate udjela u investicijskom fondu ne samo prilikom osnivanja investicijskog fonda, nego i kontinuirano (preporuka novim i postojećim investicijskim fondovima). Pritom je potrebno uzeti u obzir očekivanja povezana s likvidnošću imovine i ponašanjem ulagača u normalnim i stresnim tržišnim uvjetima.

Dodatne odredbe u tom području bile bi u skladu s postojećim okvirom koji se temelji na Direktivi 2011/61/EU i već obvezuje na usklađivanje strategije ulaganja, profila likvidnosti i politike isplata investicijskog fonda te predviđa odgovarajuća ograničenja za upravljanje likvidnošću i testiranja otpornosti na stres. Prema postojećem regulatornom režimu upravitelji AIF-a tako bi trebali moći nacionalnim nadležnim tijelima dokazati postojanje odgovarajućih sustava i učinkovitih postupaka za upravljanje likvidnošću. Međutim, na temelju novih podataka ESRB je zaključio da je transformacija likvidnosti u dijelu AIF-a još na visokoj razini. ⁽²⁾ Stoga bi se uvođenjem obveze dokazivanja postojanja takvog sustava i takvih postupaka za investicijske fondove koji ulažu u manje likvidnu imovinu pridonijelo ostvarivanju ciljeva Direktive 2011/61/EU jer bi se osigurala usklađenija provedba te Direktive. Time bi se promicalo poduzimanje posebnih mjera za investicijske fondove koji ulažu u manje likvidnu imovinu, na primjer upotreba internih ograničenja za manje likvidnu imovinu.

Treba izbjeći znatnu transformaciju likvidnosti. Dio država članica Europske unije ugradio je takve režime u nacionalne pravne okvire kako bi se stvorili uvjeti u kojima AIF-i mogu upravljati imovinom koja se smatra manje likvidnom, kao što su to nekretnine ili krediti. U svojem mišljenju Europskom parlamentu, Vijeću i Europskoj komisiji ⁽³⁾ ESMA tvrdi da bi se AIF-i koji se bave kreditiranjem trebali ustrojiti kao zatvorena društva bez prava na redovite isplate. U drugim područjima nadležnosti uvedene su strukturne mjere kojima se otklanja rizik prisilnih prodaja zbog masovnih zahtjeva za isplatu. Na primjer, ako je nezanemarljiv dio portfelja nelikvidan, zatvorena struktura obvezna je zbog karakteristika imovine programa zajedničkog ulaganja. Upravitelj fonda trebao bi ulagačima ponuditi opciju podnošenja zahtjeva za otkup prije zatvaranja AIF-a samo ako su zadovoljeni određeni uvjeti. To bi im trebao omogućiti unaprijed određenom učestalosti, npr. u skladu s Uredbom (EU) 2015/760 Europskog parlamenta i Vijeća. ⁽⁴⁾

Ovom se preporukom ESMA-i savjetuje da sastavi popis imovine kojoj je svojstvena manja likvidnost. Premda u ovom trenutku u uredbama nema određenja likvidne ili manje likvidne imovine (vidjeti Okvir 5.), cilj nije predložiti takvo određenje nego promicati usklađen pristup provedbi spomenutih odredbi Direktive 2011/61/EU. Naziv „manje likvidna imovina” upućuje i na činjenicu da je ta imovina rijetko, ili gotovo nikada potpuno, nelikvidna.

Radi međusektorske usklađenosti ESMA bi se pri sastavljanju popisa trebala savjetovati s EBA-om i EIOPA-om. Kada jedan od regulatora označi imovinu kao likvidnu ili manje likvidnu, to je signal sudionicima na tržištu. Nadalje, u stresnim tržišnim uvjetima skup mogućih kupaca najčešće je isti bez obzira na to tko imovinu prodaje – odnosno je li riječ o uređenom ili neuređenom tržištu, banci ili nebankovnim organizacijama. Stoga bi bilo poželjno uskladiti regulatorne pristupe. ⁽⁵⁾

Na popisu imovine kojoj je svojstvena manja likvidnost trebala bi biti imovina koja se u uvjetima tržišnog stresa ne može lako i brzo pretvoriti u novac bez većeg gubitka vrijednosti. U analizi likvidnosti imovine trebalo bi se, među ostalim, uzeti u obzir vrijeme koje je potrebno za likvidaciju te imovine u stresnim tržišnim uvjetima bez prihvaćanja većih diskonta. U sastavljanju popisa ESMA bi posebno trebala uzeti u obzir nekretnine, vrijednosne papire koji ne kotiraju na burzi (uključujući dionice), kredite i drugu alternativnu imovinu. Imovina koja se u normalnim tržišnim uvjetima može prodati bez većih diskonta ne bi smjela biti na popisu jer je cilj preporuke riješiti strukturne probleme povezane s imovinom kojoj je svojstvena manja likvidnost.

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

⁽²⁾ ESRB-ova publikacija „EU Shadow Banking Monitor”, studeni 2017.

⁽³⁾ ESMA, „Key principles for a European framework on loan origination by funds”, travanj 2016.

⁽⁴⁾ Uredba (EU) 2015/760 Europskog parlamenta i Vijeća od 29. travnja 2015. o europskim fondovima za dugoročna ulaganja (SL L 123, 19.5.2015., str. 98.)

⁽⁵⁾ Čini se da je već razvijena svijest o potrebi za suradnjom regulatora u vezi s takvim pitanjima (vidjeti npr. članak 46. stavak 3. i članak 11. stavak 15. Uredbe (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju (SL L 201, 27.7.2012., str. 1.), kojom se utvrđuju tehnike smanjenja rizika ugovora o OTC izvedenicama čije poravnanje ne obavlja klirinška kuća središnje druge ugovorne strane.

Kada investicijski fond nudi izloženost manje likvidnoj imovini upravitelju fonda mogu biti na raspolaganju mjere za smanjenje likvidnosnog rizika. ⁽¹⁾ Upravitelji bi tada – ne samo prilikom osnivanja investicijskog fonda, nego i kontinuirano (tj. tijekom postupka odobrenja i nakon odobrenja za investicijske fondove koji podliježu postupku odobrenja) – odgovarajućim nacionalnim nadležnim tijelima trebali pokazati da svoju strategiju ulaganja mogu provoditi u svim predvidljivim tržišnim uvjetima. Nakon što su uzeli u obzir propise koji se primjenjuju na investicijski fond i u skladu sa svojom politikom ulaganja, upravitelji fondova mogu na različite načine osigurati usklađenost između strategije ulaganja i profila isplata investicijskog fonda i u fazi oblikovanja fonda i poslije kontinuirano. ⁽¹⁾ Na primjer:

- vrsta društva (npr. zatvoreni investicijski fond, europski fond za dugoročna ulaganja (ELTIF))
- politike isplate
- politika ulaganja koja uključuje interna ograničenja za imovinu na popisu manje likvidne imovine, zaštitni sloj likvidne imovine, diverzifikacija (izloženosti ili drugih ugovornih strana) i ograničenja veličine investicijskog fonda s obzirom na osnovno tržište
- primjena dodatnih instrumenata za upravljanje likvidnošću
- upravljanje likvidnosnim rizikom, na primjer, određivanjem odgovarajućih pragova, razvrstavanjem imovine u razrede likvidnosti, praćenjem koncentracije ulagača i očekivanih obrazaca isplata.

O primjeni internih ograničenja posebno treba obavijestiti nacionalno nadležno tijelo prilikom osnivanja fonda, a poslije ga treba obavještavati o svim promjenama tih ograničenja. Te informacije potrebno je dati i na zahtjev nadzornog tijela. Objavu ulagačima također treba provesti na temelju smjernica koje će izraditi ESMA.

Dokazivanje postojane primjene strategije ulaganja investicijskog fonda moglo bi nepotrebno opteretiti neke upravitelje malih fondova. Stoga nacionalnim nadležnim tijelima treba dati određene diskrecijske ovlasti za oblikovanje mehanizama kojima će upravitelji AIF-a dokazivati postojanost primjene strategije ulaganja investicijskog fonda. Nacionalna nadležna tijela mogla bi pri procjeni, na primjer, uzeti u obzir rezultate testiranja otpornosti na stres.

U zakonodavstvu Europske unije nema jedinstvene definicije tržišne „likvidnosti” na temelju koje bi se mogao sastaviti popis manje likvidne imovine. U svakom aktu likvidnosti se pristupa na drugačiji način, ovisno o svrsi akta (vidjeti Okvir 5.). Primjer pristupa na nacionalnoj razini može se pronaći u FCA-ovu dokumentu za savjetovanje o nelikvidnoj imovini i otvorenim investicijskim fondovima ⁽²⁾, u kojem se govori o više zajedničkih značajki nelikvidne imovine:

- njome se ne trguje na organiziranom tržištu
- moguća je znatna neravnoteža ponude i potražnje
- vjerojatno je da će kupac i prodavatelj dulje pregovarati o cijeni i uvjetima transakcije
- vrednovanje imovine je složen postupak
- fizička imovina obično se kupuje i prodaje u cjelosti
- iz tih razloga i zbog drugih mogućih komplikacija, kao što su ograničenja slobodnog prijenosa prava vlasništva, obično je potrebno mnogo vremena za provedbu transakcija.

Okvir 5. Likvidnost u zakonodavstvu Europske unije

Kada je riječ o prihvatljivoj imovini, Direktivom 2007/16/EZ UCITS-ima se nalaže da u prvom redu ulažu u likvidnu imovinu i utvrđuju se posebna pravila za prihvatljivost prenosivih vrijednosnih papira, instrumenta tržišta novca i izvedenica. Općenito govoreći, prenosivi vrijednosni papiri i instrumenti tržišta novca mogu se smatrati likvidnima ako su uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu ili ako se na tom tržištu njima trguje. Manje likvidna imovina nije izričito definirana, ali smatra se neprihvatljivom za ulaganje u skladu s Direktivom 2009/65/EZ. To osobito vrijedi za fizičku robu i nekretnine.

⁽¹⁾ „IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration”, izvješće o savjetovanju, srpanj 2017.

⁽²⁾ „Illiquid assets and open-ended investment funds”, dokument za raspravu (DP 17/1), FCA, veljača 2017.

Pojam likvidnosti spominje se u još nekoliko pravnih akata Europske unije, koji se navode u nastavku.

- Uredbom (EU) br. 909/2014 Europskog parlamenta i Vijeća ⁽¹⁾ utvrđeno je da središnji depozitoriji vrijednosnih papira moraju ulagati u gotov novac ili visokolikvidne financijske instrumente s minimalnim tržišnim ili kreditnim rizikom. Međutim, u Uredbi (EU) br. 909/2014 likvidnost nije izričito definirana, već se preporučuje da ESMA, EBA i ESSB izrade nacrt regulatornog tehničkog standarda kojim bi se utvrdili financijski instrumenti koji se mogu smatrati visokolikvidnima.
- Uredbom (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća ⁽²⁾ o novčanim fondovima utvrđeni su pragovi likvidnosti za imovinu koja se može smatrati izvorom dnevne i tjedne likvidnosti, premda se likvidnost ne definira izričito. Uredba (EU) 2017/1131 temelji se na argumentu da kratka dospijeca imovine olakšavaju isplatu ulagačima.
- U Direktivi 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća ⁽³⁾ razmatra se metodologija koja se upotrebljava za izračun likvidnosti nevlasničkih vrijednosnih papira, kao što su obveznice. ESMA razmatra dvije alternativne metode za izračun likvidnosti: pristup koji se temelji na pojedinačnim instrumentima i pristup koji se temelji na kategorijama financijskih instrumenata. ESMA je poslije u regulatornom tehničkom standardu za izračun likvidnosti obveznica prihvatila metodu koja se temelji na pojedinačnim instrumentima.
- U Uredbi (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća ⁽⁴⁾ likvidna imovina definira se za potrebe zaštitnih slojeva likvidnosti u kreditnim institucijama kao jedina slobodno prenosiva imovina koja se može pretvoriti u gotovinu na privatnim tržištima brzo i bez većeg gubitka vrijednosti. U Uredbi se razlikuje imovina iznimno visoke likvidnosti i kreditne kvalitete (imovina prvog stupnja) i imovina visoke likvidnosti i kreditne kvalitete (imovina drugog stupnja). Imovina prvog stupnja su gotovina, depoziti kod središnje banke, obveznice država EU-a ili za koje jamči država EU-a te pokrivena obveznice koje zadovoljavaju određene uvjete. Imovina drugog stupnja su državne obveznice trećih zemalja i obveznice koje su izdali subjekti javnog sektora te pokrivena i korporativne obveznice ovisno o njihovoj kreditnoj kvaliteti. U toj su skupini i visokokvalitetne sekuritizacije i dionice koje su sastavni dio glavnog burzovnog indeksa.

Pristup Komisije SAD-a za izdavanje vrijednosnih papira i trgovanje njima (SEC) mogao bi poslužiti kao korisno polazište u razvoju metodologije Europske unije za procjenu likvidnosti i izradu popisa manje likvidne imovine. U pristupu SEC-a „nelikvidnost” imovine ne definira se u apsolutnim vrijednostima nego u odnosu na veličinu (npr. imovine koju drži investicijski fond). Vidjeti dolje Okvir 6.

Okvir 6. SEC-ov složeni indeks likvidnosti

Nedavna odluka ⁽⁵⁾ SEC-a bavi se pitanjem nelikvidnosti. Njome su uvedene promjene u načinu objavljivanja likvidnosnog rizika otvorenih investicijskih fondova. Odluka sadržava novu shemu razvrstavanja likvidnosti prema kojoj se likvidnost ulaganja utvrđuje na temelju broja dana unutar kojih se ulaganje može pretvoriti u novac bez znatne promjene tržišne vrijednosti tog ulaganja. SEC sugerira da investicijski fond ne može opravdano očekivati da će imovinu koja je svrstana u nelikvidnu prodati u roku od sedam kalendarskih dana bez znatnog utjecaja na njezinu tržišnu vrijednost. Osim toga, SEC od investicijskog fonda zahtijeva da pri ocjeni likvidnosti ulaganja u obzir uzme veličinu svoje pozicije te dubinu tržišta na kojem se trguje ulaganjem.

Odluka SEC-a obvezuje upravitelje fondova da barem jednom godišnje procijene i preispitaju svoj likvidnosni rizik na temelju više čimbenika: strategije, novčanih tokova, novca u blagajni i dodatnih čimbenika za fondove čijim se udjelima trguje na burzi (ETF). SEC obrazlaže takav postupak preispitivanja zabrinutošću da bi pristup „označavanja kućica u obrascu” mogao dovesti do procjene likvidnosti koja ne pokazuje sposobnost fonda da proda svoj portfelj ili njegov dio kako bi pokrio isplatu ne utječući pritom na tržište.

⁽¹⁾ Uredba (EU) br. 909/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 23. srpnja 2014. o poboljšanju namire vrijednosnih papira u Europskoj uniji i o središnjim depozitorijima vrijednosnih papira te izmjeni direktiva 98/26/EZ i 2014/65/EU te Uredbe (EU) br. 236/2012 (SL L 257, 28.8.2014., str. 1.)

⁽²⁾ Uredba (EZ) br. 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima (SL L 169, 30.6.2017., str. 8.)

⁽³⁾ Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (SL L 173, 12.6.2014., str. 349.)

⁽⁴⁾ Uredba (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva i o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 (SL L 176, 27.6.2013., str. 1.)

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

Nadalje, SEC od investicijskog fonda traži da pri razvrstavanju ulaganja u portfelju prema likvidnosti u obzir uzme „tržište, trgovanje i specifičnost ulaganja” premda ne daje detaljne upute u vezi s tim.

Na primjer, učestalost trgovanja određenim vrijednosnim papirima s fiksnim prinosom obično je niska. Međutim, to ne znači nužno da je taj vrijednosni papir nelikvidan i investicijski fond ga možda bez obzira na to može prodati u razumno kratkom roku. Pouzdanija procjena dobiva se na temelju niza parametara koje je preporučio SEC ⁽¹⁾. Takvi složeni indeksi likvidnosti mogu uključivati čimbenike koji su povezani sa značajkama imovine, tržišta i portfelja za određeni vrijednosni papir, kako se podrobnije objašnjava u nastavku.

- Čimbenici povezani s imovinom temelje se na strukturi imovine. Što je teže vrednovati vrijednosni papir i što je on manje u skladu sa standardima, to je nelikvidniji. Nadalje, na likvidnost mogu utjecati i specifikacije proizvoda s fiksnim prinosom poput dospjeća, rejtinga ili datuma izdanja.
- Tržišni čimbenici odnose se na izdavanje i sekundarno tržište imovine. U pravilu, što je više tržišta na kojima se može trgovati vrijednosnim papirom, manje je nelikvidan. Čimbenici koji se odnose na kvalitetu tržišta obuhvaćaju i broj, raznovrsnost i kvalitetu sudionika na tržištu. Mogu se odnositi i na trošak trgovanja na tim tržištima i ovisiti o troškovima likvidacije koji mogu biti povezani s poslovanjem u različitim državama i u različitim valutama.
- Čimbenici povezani s trgovanjem vrijednosti su koje se odnose na cijenu i obujam trgovanja tim vrijednosnim papirom. Razlika između ponuđene i tražene cijene te obujam i učestalost trgovanja mogu se upotrijebiti za mjerenje moguće nelikvidnosti. Na temelju povijesnih podataka o obujmu, na primjer, može se procijeniti najveći obujam, koji se može upotrijebiti za procjenu utjecaja transakcije na tržište.
- Čimbenici povezani s portfeljem su vrijednosti specifične za portfelj. Investicijski fondovi trebali bi uzeti u obzir veličinu svoje pozicije u odnosu na dnevni obujam trgovanja i nepodmirene iznose. Međutim, trebali bi također promatrati imovinu u odnosu na ostalu imovinu u portfelju (npr. izvedenice). Naposljetku, nelikvidnost bi mogla proizlaziti iz grupiranja pozicija u portfelju ako je sva imovina koju investicijski fond drži vrlo slična ili se njome trguje na istom tržištu.

Budući da bi SEC-ov pristup mogao poslužiti kao dobro polazište za buduće europsko određivanje nelikvidnosti, moglo bi biti korisno uskladiti pristup Europske unije sa SEC-ovim. S gledišta politike takvo bi usklađivanje bilo korisno i zato što bi se sličnim okvirima Europske unije i SAD-a stvorio učinkovit globalni standard za procjenu nelikvidnosti u investicijskim fondovima.

II.2.2. Neplanirani učinci

Što se tiče imovine, prednost prvog podnositelja zahtjeva neće se u potpunosti ukloniti ako upravitelji uvedu interna ograničenja. Ulagači koji rano izlaze iz fonda možda još žele preuzeti imovinu koja je likvidna kako ne bi zaglavili u nelikvidnom investicijskom fondu. Međutim, ako bi dostupnost likvidne imovine povećala povjerenje u sposobnost isplate udjela investicijskog fonda, rizik navale ulagača na fond trebao bi se općenito smanjiti.

Uvođenje internog ograničenja moglo bi nepotrebno omesti sposobnost upravitelja fonda da iskoristi raspoloživu likvidnu imovinu za postupanje po zahtjevima za isplatu. To je, na primjer, slučaj kada upravitelj ne može upotrijebiti likvidnu imovinu, a da pri tome ne prekorači interno ograničenje. Međutim, ne treba precijeniti značajnost tog pitanja. U smislu Direktive 2011/61/EU, prekoračenje ograničenja ne mora samo po sebi zahtijevati djelovanje upravitelja AIF-a, već će to ovisiti o činjenicama i okolnostima, kao i o tolerancijama koje je odredio upravitelj AIF-a. One su okidači za kontinuirano praćenje ili korektivne mjere, ovisno o okolnostima.

⁽¹⁾ SEC-ov dokument sadržava devet čimbenika za razvrstavanje pozicija portfelja određene imovine.

U najgorem slučaju, dodavanje imovine na popis moglo bi imati prociklički učinak jer bi to potaknulo prodaju imovine i uzrokovalo nagli pad cijena. Upravitelj će možda morati prodati imovinu da bi se uskladio s novim internim ograničenjima, ili bi mogao predvidjeti negativnu reakciju ulagača, čime bi se potaknulo baš ono što se popisom trebalo ublažiti. Slično tomu, negativno obilježavanje neke imovine zbog njezina manjka likvidnosti moglo bi odvratiti neke investicijske fondove od općenitog ulaganja u nju, što bi se moglo negativno odraziti na funkcioniranje financijskih tržišta. Zbog toga bi na popisu trebala biti samo ona imovina kojoj je svojstvena manja likvidnost, značajka koju su sudionici na tržištu već trebali prepoznati. Nadalje, ulagači koji ulažu u imovinu kojoj je svojstvena manja likvidnost već bi očekivali od upravitelja da imaju politiku ulaganja koja je u skladu s politikom isplate udjela, kao što je predviđeno Direktivom 2011/61/EU. Konačno, kada se imovina doda na popis, bit će potrebni prijelazni aranžmani kako bi upravitelj imao dovoljno vremena za usklađenje i izbjegao prisilnu prodaju.

Na strani obveza, zbog smanjenja učestalosti isplate udjela mogao bi se povećati obujam trgovanja, što bi moglo utjecati na cijene u stresnim tržišnim uvjetima. Umjesto redovitih odljeva, fond bi se suočio s akumuliranjem višestrukih naloga koji se trebaju izvršiti istodobno. Jedna od mogućnosti jest uvođenje rokova za prethodnu obavijest ⁽¹⁾ koji bi pokazivali očekivano vrijeme u kojem bi se trebala prodati odnosna imovina. Druga bi mogućnost bila primjena reda čekanja tako da se zahtjevi za isplatu ne moraju izvršiti prilikom sljedećeg vrednovanja nakon što ih je zaprimio upravitelj fonda. Upravitelj bi tada mogao čak i ranije izračunati likvidnost potrebnu za provođenje zahtjeva za isplatu te bi mogao započeti prodavati ulaganja prema potrebi. Time bi se mogao smanjiti rizik od provođenja transakcija po cijenama koje se postižu pri prisilnoj prodaji.

Konačno, treba uzeti u obzir rizik regulatorne arbitraže. Postoji rizik (1) za neuređene AIF-e isključene iz područja primjene Preporuke i (2) ako upravitelj registrira investicijski fond u skladu s Direktivom o UCITS-ima s ciljem ostvarivanja velikog ulaganja u imovinu koja je uvrštena na popis imovine kojoj je svojstvena manja likvidnost, pod uvjetom da se ta imovina smatra prihvatljivom za UCITS. Međutim, u ovom posljednjem scenariju investicijski fond bi podlijegao pravilima iz Direktive 2009/65/EZ koja je u određenim aspektima stroža od Direktive 2011/61/EU. Time se smanjuje poticaj za registraciju kao UCITS kako bi se izbjegla ograničenja koja se primjenjuju na AIF-e.

II.3. Preporuka C – Testiranje otpornosti na stres

II.3.1. Ekonomski razlozi i planirani učinci

Mikrobonitetnim testiranjem otpornosti na stres nastoji se poboljšati upravljanje rizicima i portfeljem na razini pojedinačnog investicijskog fonda i upravitelja fonda. U tim se testiranjima simuliraju ekstremni ili nepovoljni, no mogući, ekonomski i financijski uvjeti kako bi se ispitale njihove posljedice na uspješnost investicijskog fonda i njegovu sposobnost ispunjavanja zahtjeva za isplatu udjela, između ostalog po diskontiranoj neto vrijednosti imovine. U njima se pružaju analize scenarija kojima se omogućuje bolji uvid u rizike koji proizlaze iz mogućih promjena tržišnih uvjeta koje bi mogle imati nepovoljan učinak na portfelje kojima se upravlja. U uobičajenim tržišnim uvjetima testiranjima otpornosti na stres utvrđuju se potencijalne slabosti investicijskih proizvoda/strategija i pomaže društvima za upravljanje fondovima da prilagode svoje upravljanje rizikom portfelja i pripreme se za krizu u operativnom smislu. U razdobljima krize testiranjima otpornosti na stres podupire se prilagodba posebnostima krize, upravljanje krizom i objave sanacijskom tijelu. Sukladno tome, testiranja otpornosti na stres instrument su za upravljanje rizicima i za donošenje odluka.

Investicijski fondovi imaju različite značajke, a one sve utječu na likvidnosni rizik pojedinačnog investicijskog fonda i time na oblikovanje smislenog testiranja otpornosti na stres na razini investicijskog fonda. Imovinu obilježavaju, među ostalim, glavna tržišta i instrumenti, strategija ulaganja i razdoblje ulaganja, geografska usmjerenost, koncentracija portfelja, promet portfelja i veličina tipičnih trgovanja. Obveze obilježava baza ulagača investicijskog fonda, koji mogu biti ili mali ulagači ili institucionalni ulagači ili njihova kombinacija, pri čemu svi imaju osobnu strukturu portfelja i potrebe za likvidnošću, možda i vlastite regulatorne zahtjeve (banke, društva za osiguranje i mirovinski fondovi) te stoga iskazuju vlastito ulagačko ponašanje. Koncentracija prema vrsti ulagača u investicijskom fondu posebno je važna jer bi velika koncentracija mogla uzrokovati velike istodobne zahtjeve za isplatu udjela.

⁽¹⁾ Treba napomenuti da u slučaju primjene roka za prethodnu obavijest nastaju praktični problemi zbog kašnjenja između naloga i njegove provedbe. Fondovi koji prate referentnu vrijednost posebno bi bili motivirani trgovati što je bliže moguće kraju roka za prethodnu obavijest kako bi maksimizirali svoju uspješnost, čak i kada to ima negativan učinak na tržište.

S obzirom na heterogenost investicijskih fondova ne postoje obvezne specifikacije za scenarije testiranja otpornosti na stres. Stoga se trenutačno parametri, obuhvat, učestalost i sofisticiranost testiranja otpornosti na stres razlikuju u sektoru investicijskih fondova. Unatoč tomu, postoje određeni korisni, prihvaćeni pristupi koji obuhvaćaju obje strane bilance. Testiranje otpornosti na stres za stranu obveza investicijskog fonda uključuje simulacije isplate udjela. Te su simulacije obično kalibrirane na temelju analize stabilnosti obveza, koje same ovise o vrsti ulagača i koncentraciji obveza. Simulacije mogu obuhvaćati prošle ili hipotetske scenarije isplate udjela, isplate velikih ulagača, isplate koje su jednake najvećim ikad zabilježenim isplatama te analizu tržišnih trendova i skupina usporedivih fondova. Testiranja otpornosti na stres također bi trebala obuhvaćati stranu imovine investicijskog fonda, odnosno simulaciju likvidnosti imovine investicijskog fonda u različitim tržišnim uvjetima. U simulaciji se uzima u obzir sposobnost fonda da proda imovinu bez velikog učinka na cijenu. Scenariji mogu obuhvaćati smanjenje obujma trgovanja određenim instrumentima ili tržišnim segmentima (gubitke nastale nakon povećanja razlike između ponuđene i tražene cijene), procjene najveće moguće likvidacije u jednom danu ili procjene vremena potrebnog za likvidaciju na temelju raščlambe imovine investicijskog fonda (na primjer, prema razredu likvidnosti) te bi također trebali uzeti u obzir interakciju između tržišnog i likvidnosnog rizika za relevantnu imovinu.

Očekuje se da će se smjernicama koje se odnose na pojedinačne prakse testiranja otpornosti na stres smanjiti likvidnosni rizik na razini investicijskog fonda i na razini sustava te da će se povećati sposobnost subjekata da upravljaju likvidnošću u interesu ulagača, što uključuje smanjenje trajanja i učestalosti razdoblja neočekivane isplate udjela. Testiranja otpornosti na stres instrument su kojim se podupire analiza prednosti postojećih strategija. Testiranjem treba utvrditi slabosti strategije ulaganja, kao i pripremiti fond za krizu. Ako se ispravno primjenjuju kao instrument za upravljanje rizicima i donošenje odluka, testiranja otpornosti na stres trebala bi pridonijeti smanjenju likvidnosnog rizika na razini investicijskog fonda te time i likvidnosnog rizika na razini sustava.

Smjernice se trebaju odnositi na nedostatke postupaka testiranja otpornosti na stres, koji su izloženi u anketi ESRB-a o praksama testiranja otpornosti na stres. U skladu sa smjernicama koje je dala ESMA, subjekti bi trebali biti upoznati s minimalnom razinom zahtjeva za testiranje otpornosti na stres te bi trebali rješavati nedostatke koji se odnose na primjenu premalih korektivnih faktora, učestalost testiranja otpornosti na stres i izradu scenarija, kao i na pojednostavljenu primjenu povijesnih podataka. U smjernicama se ističe da učestalost i oblik testiranja otpornosti na stres trebaju biti utvrđeni na temelju značajki koje su specifične za investicijske fondove, kao i onih koje su specifične za poduzeća. Osim toga, smjernice također sadržavaju planirani učinak nametanja obveze poduzećima da prilikom izrade stresnih scenarija upotrebljavaju barem onu razinu razmjera stresa s kojom se mogu susresti na tržištu. Konačno, zbog heterogenosti sektora investicijskih fondova, složenost testiranja otpornosti na stres trebala bi odgovarati posebnom profilu rizika i isplate udjela investicijskog fonda, a da se pri tome ne teži prevelikoj usklađenosti među scenarijima testiranja otpornosti na stres. Smjernice trebaju pridonijeti točnijem i primjerenijem testiranju otpornosti na stres na razini investicijskog fonda, čime će se smanjiti nedoumice u pogledu razine rizika na razini sustava.

Preporuka C u skladu je s ESMA-inom obvezom izdavanja smjernica o testiranju otpornosti na stres novčanih fondova iz Uredbe (EU) 2017/1131. Prema toj Uredbi ESMA je obvezna izdati smjernice radi uvođenja zajedničkih referentnih parametara za scenarije testiranja otpornosti na stres.

Upravitelji fondova moraju redovito provoditi testiranja otpornosti na stres investicijskih fondova kojima upravljaju. Testiranje otpornosti na stres zahtijeva se za UCITS-e i AIF-e, osim ako je AIF zatvoreni AIF koji se ne koristi financijskom polugom ili ako se ono smatra neprimjerenim za UCITS (članak 40. stavak 3. Direktive 2010/43/EU; članak 16. stavak 1. Direktive 2011/61/EU; i članak 48. Delegirane uredbe (EU) br. 231/2013). Za obje vrste investicijskih fondova testiranje otpornosti na stres omogućuje upraviteljima fondova da procijene likvidnosni rizik u uobičajenim i iznimnim uvjetima likvidnosti. U okviru izvješćivanja prema Direktivi 2011/61/EU o rezultatima testiranja otpornosti na stres potrebno je izvijestiti nacionalno nadležno tijelo, a ta informacija mora biti dostupna ESMA-i i ESRB-u. U Uredbi (EU) 2017/1131 iscrpno je opisana obveza provođenja testiranja otpornosti na stres za novčane fondove, koja bi mogla biti korisna i za druge vrste investicijskih fondova.

Za UCITS-e su obveze testiranja otpornosti na stres manje iscrpno opisane nego za AIF-e. To odražava različite značajke stavki na strani imovine i obveza UCITS-a (tj. definicije prihvatljive imovine koja bi trebala biti likvidna te bazu ulagača, a radi se uglavnom o malim ulagačima) i različite regulatorne zahtjeve.

Međutim, pravila testiranja otpornosti na stres za AIF-e izložena su detaljnije u Delegiranoj uredbi (EU) br. 231/2013.

- a) Testiranja otpornosti na stres trebaju sadržavati simulaciju manjka likvidnosti i netipične zahtjeve za isplatu udjela. Testiranja otpornosti na stres trebala bi, u najmanjoj mjeri, uzimati u obzir nedavne i očekivane buduće zahtjeve za isplatu te bi trebala sadržavati analizu vremena potrebnog za ispunjavanje tih zahtjeva za isplatu. U testiranja otpornosti na stres također bi trebalo uključiti testiranje tržišnih čimbenika, npr. tečaja koji bi mogao utjecati na kreditni profil AIF-a ili upravitelja AIF-a. Nadalje, pristup testiranju otpornosti na stres trebao bi obuhvatiti osjetljivosti vrednovanja u uvjetima stresa.
- b) Profil rizika AIF-a, koji je funkcija strategije ulaganja, profila likvidnosti, vrste ulagača i politike isplata, određuje učestalost testiranja otpornosti na stres, pri čemu je minimalna učestalost jednom godišnje. Upravitelj AIF-a treba djelovati u interesu svih ulagača AIF-a s obzirom na oblikovanje AIF-a i adekvatnost politika upravljanja likvidnošću te postupke u slučajevima kada testiranje otpornosti na stres upućuje na očekivani likvidnosni rizik znatno veći od uobičajenog.

Anketa ESRB-a o praksama testiranja otpornosti na stres upravitelja fondova pokazala je da većina upravitelja fondova u Europskoj uniji redovito provode testiranje otpornosti na stres. Oko 93 % upravitelja fondova koji su bili obuhvaćeni anketom ESRB-a ⁽¹⁾ redovito provode testiranje otpornosti na stres za sve investicijske fondove kojima upravljaju, kao i dodatna testiranja otpornosti na stres (ili su u mogućnosti da ih provode) kad god nastupe materijalno značajne promjene. S obzirom na različite vrste obuhvaćenih fondova i upravitelja fondova, ispitivanjem su također utvrđene znatne razlike u učestalosti provođenja testiranja otpornosti na stres, vrsti stresnih scenarija te u razini složenosti testiranja (vidjeti niže navedene točke):

- **Iako bi se učestalost testiranja otpornosti na stres uglavnom trebala određivati prema posebnim značajkama investicijskog fonda, samo nekoliko upravitelja fondova upotrebljava posebne značajke fonda za određivanje učestalosti.** Umjesto toga, oni se u svojem poslovanju koriste učestalošću specifičnom za poduzeće, koju ono primjenjuje na sve investicijske fondove kojima upravlja. To vrijedi čak i za velika investicijska društva koja upravljaju mnogim različitim vrstama investicijskih fondova. Velik broj upravitelja fondova koji primjenjuju učestalost testiranja otpornosti na stres prema posebnim značajkama investicijskog fonda razlikuje UCITS-e od AIF-a umjesto da upotrebljava različite učestalosti za investicijske fondove s različitim strukturama portfelja.
- **Velik broj upravitelja fondova koristi se višestrukim scenarijima likvidnosti koji obično obuhvaćaju različite tržišne uvjete.** Osnovno obilježje svakog testiranja otpornosti na stres jest temeljni scenarij koji uključuje izrazito stresne tržišne uvjete. Međutim, razmjer upotrijebljenih stresnih scenarija znatno se razlikuje među upraviteljima fondova. Za neke od tih scenarija vrlo je upitno prikazuju li zapravo uopće stresne tržišne uvjete. Na strani imovine, neki od primijenjenih korektivnih faktora prilično su mali, što ih čini manje primjerenima za odražavanje velikih promjena u tržišnoj likvidnosti. Na strani obveza, investicijski fondovi koji u prošlosti nisu bili izloženi pritisku isplata udjela ne bi trebali temeljiti svoje scenarije isplate isključivo na povijesnim podacima.
- **U skladu s velikim razlikama među različitim vrstama upravitelja fondova i investicijskih fondova, složenost upotrijebljenih scenarija testiranja otpornosti na stres znatno se razlikuje među upraviteljima fondova.** Neki upravitelji fondova primjenjuju jednostavne hipotetske scenarije koji nisu potkrijepljeni nikakvim podacima, dok drugi upotrebljavaju napredne statističke metode za oblikovanje scenarija specifičnih za investicijski fond. Osjetljive scenarije likvidnosti po prirodi je teško definirati. Za razliku od tržišnog rizika za koji postoji obilje dostupnih informacija, modeliranje testiranja otpornosti na likvidnosni stres puno je složenije. Na strani imovine, modeliranje profila likvidnosti u stresnim uvjetima može biti iznimno zahtjevno, posebno za imovinu za koju transakcijski podatci nisu odmah dostupni (npr. za instrumente s fiksnim prinostom). Na strani obveza, predviđanje ponašanja ulagača u stresnim uvjetima na tržištu nije jednostavno i ovisi o nizu čimbenika, npr. o omjeru institucionalnih i malih ulagača ili udjelu clijenata koji „sporije reagiraju”. Problem je još izraženiji za UCITS jer upravitelji fonda obično imaju malo informacija o profilu ulagača u UCITS. Čini se da regulatorna pitanja imaju samo neznatnu ulogu u modeliranju scenarija. Stresni scenariji se stoga oblikuju u skladu s izloženostima prema vrsti imovine i rasporedu isplate koji se primjenjuju na investicijski fond.

⁽¹⁾ Glavni cilj ankete ESRB-a bio je pružiti pregled praksi testiranja otpornosti na stres europskih upravitelja imovinom, ponajprije da bi se analizirao opseg u kojem testiranje otpornosti na stres pojedinačnih fondova obuhvaća likvidnosni stres (odnosno, sposobnost investicijskog fonda da ispuni velike zahtjeve za isplatu udjela). Anketom ESRB-a obuhvaćeno je 274 upravitelja fondova u Europskoj uniji te su uključena pitanja koja se odnose na trenutačno upravljanje likvidnosnim rizikom upravitelja imovine kao i na praksu testiranja otpornosti na stres.

Testiranje otpornosti na stres može se provesti u različitim uvjetima, kao što su netipični zahtjevi za isplatu i neuobičajeno kretanje cijena imovine, te bi se njime također mogli uzeti u obzir događaji kao što su rizik druge ugovorne strane i drugi čimbenici rizika (npr. politički rizici). ESMA treba osigurati smjernice s obzirom na vrstu scenarija koje bi investicijski fond trebao uzeti u obzir pri oblikovanju testiranja otpornosti na stres. Scenariji bi trebali obuhvaćati scenarije koji se temelje na prošlim kretanjima cijena te hipotetske scenarije. U povijesnim scenarijima parametri testiranja otpornosti na stres modeliraju se prema prošloj krizi te se u njima izračunava učinak koji bi ona imala na investicijski fond. Testiranja otpornosti na stres ne bi se trebala oslanjati isključivo na povijesne scenarije jer će buduće krize vjerojatno biti različite od prethodne krize i jer je teško točno replicirati prošle krize. Hipotetski scenariji mogli bi se temeljiti na ekonomskim šokovima ili značajkama ponašanja ulagača ili upravitelja fonda. Ti bi hipotetski scenariji trebali biti oblikovani tako da odgovaraju posebnim osjetljivostima određene vrste fonda i strategiji fonda.

Sveukupno testiranje otpornosti na stres moglo bi se dopuniti obratnim testiranjem otpornosti na stres. Uključivanjem obratnog testiranja otpornosti na stres mogao bi se dobiti koristan uvid u ponašanje investicijskog fonda do trenutka njegove propasti. Njime se ograničava oslanjanje na povijesne scenarije i na mogućnost oblikovanja hipotetskog scenarija. S pomoću obratnog testiranja otpornosti na stres upravitelj fonda mogao bi u potpunosti ispitati i razumjeti sve ranjivosti te eliminirati te rizike.

U idealnom slučaju testiranje otpornosti na stres trebalo bi se upotrijebiti tijekom svih faza životnog vijeka fonda, od njegova nastanka do likvidacije, kao i za vrijeme svih odlučivanja o ulaganjima u međuvremenu. Kada se osniva investicijski fond, testiranje otpornosti na stres trebalo bi se upotrijebiti za utvrđivanje i definiranje parametara (npr. profila rizika i tolerancije rizika) investicijskog fonda te posebno odnosa između likvidnosti odnosno imovine i učestalosti mogućih isplata udjela, među ostalim u stresnim tržišnim uvjetima. Testiranje otpornosti na stres moglo bi se također upotrijebiti pri razmatranju bilo kakvih prilagodbi strategije investicijskog fonda, uvjeta i odluka o ulaganju. Pri izradi plana djelovanja u nepredvidivim okolnostima za investicijski fond u stresnim uvjetima trebalo bi primijeniti testiranje otpornosti na stres za analizu upotrebe različitih instrumenata za upravljanje likvidnosnim rizikom.

Vrijeme i učestalost testiranja otpornosti na stres odražavaju značajke investicijskog fonda, kao što su veličina, strategija ulaganja, odnosna imovina, profil ulagača i učestalost mogućih isplata udjela. Za portfelje s velikim prometom ili one u kojima se brzo mijenjaju ulagači izgledno je da će profil likvidnosti i rizika biti volatilniji. U takvim bi se okolnostima testiranje otpornosti na stres trebalo primjenjivati učestalije nego za investicijski fond koji ima stabilniju bazu ulagača i dulja razdoblja za isplatu udjela.

Učestalost testiranja otpornosti na stres može ovisiti o vrsti primijenjenog scenarija. Kada se primjenjuju povijesni scenariji, statističke metode koje se upotrebljavaju za izradu scenarija mogu se lako ažurirati s pomoću novih podataka i parametara testiranja otpornosti na stres. Budući da je taj postupak često mehanički, mogao bi se češće primjenjivati. Hipotetski scenariji zahtijevaju specifičniju i prilagođeniju procjenu relevantnih čimbenika koji utječu na investicijski fond, tako da se, s obzirom na to da je za nju potrebna opsežnija analiza, ova vrsta testiranja otpornosti na stres može provoditi rjeđe.

Ta se preporuka ne odnosi na makrobonitetno testiranje otpornosti na stres. Makrobonitetno testiranje otpornosti na stres područje je koje treba dodatno razraditi. Ograničenja u pogledu podataka i modeliranja trenutačno onemogućavaju da se takvi modeli upotrebljavaju kao učinkovit nadzorni instrument. ESRB trenutačno analizira ulogu makrobonitetnog testiranja otpornosti na stres u procjeni rizika za financijsku stabilnost povezanih s investicijskim fondovima.

II.3.2. Neplanirani učinci

Konkretna smjernica koje se odnose na testiranje otpornosti na stres mogle bi potaknuti upravitelje fondova na sličnije/usklađenije ponašanje te, u konačnici, uzrokovati jedinstveno pozicioniranje imovine investicijskih fondova (jednostrano pozicioniranje). Zbog toga bi se mogao povećati rizik od budućeg ponašanja prema „zakonima stada”, kao i sistemski financijski rizik. Osim toga, posebno bi kod upravitelja manjih fondova više smjernica moglo dovesti do dodatnog testiranja otpornosti na stres te tako i do većih troškova.

II.4. Preporuka D – Izvješćivanje UCITS-a

II.4.1. Ekonomski razlozi i planirani učinci

Preporuka D(1) – Izvještajne obveze za UCITS-e i društva za upravljanje UCITS-ima

Nedostatak usklađenog okvira za izvješćivanje u državama članicama trenutačno je prepreka za sveobuhvatnu procjenu i praćenje mogućeg doprinosa UCITS-a rizicima za financijsku stabilnost. Iako mnoge države u Europskoj uniji ne određuju izvještajne obveze za UCITS-e, rezultati ankete otkrivaju da se izvještajne prakse znatno razlikuju u smislu učestalosti izvješćivanja, obuhvata izvješćivanja UCITS-a te podataka o kojima se izvješćuje⁽¹⁾. Zbog toga nije moguće agregirati nacionalne podatke i pratiti kretanja, na primjer za likvidnosni rizik i rizik financijske poluge za UCITS-e na razini EU-a.

Statistički podatci ESB-a o investicijskim fondovima nisu dovoljni kako bi se osigurala sveobuhvatna procjena i praćenje likvidnosnog rizika i rizika financijske poluge za UCITS-e. Iako statistički podatci omogućuju regulatorima praćenje kretanja u sektoru investicijskih fondova europodručja s pomoću informacija o širim kategorijama bilančne imovine i obveza, uključujući raščlambu po ročnosti, informacije koje su obuhvaćene nisu dovoljne za provedbu odgovarajuće procjene rizika. U prvom redu, nisu uključeni granularni podatci o trgovanju instrumentima i pojedinačnim izloženostima, a ti su podatci potrebni za odgovarajuću procjenu kretanja likvidnosti portfelja UCITS-a. Isto tako, trendovi upotrebe financijske poluge ne mogu se primjereno pratiti jer dostupni podatci samo omogućuju izračun upotrebe financijske poluge (odnosno, po osnovi zaduživanja). Nije dostupna sveobuhvatnija mjera financijske poluge, uključujući upotrebu financijske poluge po osnovi izvedenica (tj. sintetička financijska poluga). Nadalje, trenutačno se u statističkim podatcima ESB-a ne razlikuju UCITS-i od AIF-a, što je važno za odgovarajuće praćenje rizika jer ti fondovi posluju prema različitim regulatornim režimima.

Uspostava usklađenog okvira za izvješćivanje UCITS-a na razini EU-a mogla bi biti djelotvorna sa stajališta praćenja, a njome bi se i mogle smanjiti postojeće izvještajne nedjelotvornosti i troškovi za nadležna tijela i za sektor. Od stupanja na snagu Direktive 2011/61/EU i nacionalna nadležna tijela i upravitelji AIF-a poboljšali su tehnički kapacitet i stekli iskustvo u primjeni sveobuhvatnog okvira za izvješćivanje na razini EU-a u skladu s Direktivom 2011/61/EU. Ako se novi okvir za izvješćivanje UCITS-a temelji na postojećim tehničkim sustavima izvješćivanja, nadležna tijela i upravitelji fondova koji upravljaju AIF-ima i UCITS-ima, ili upravitelji fondova koji upravljaju UCITS-ima koji imaju razne izvještajne zahtjeve u različitim državama, ostvarit će korist od većih izvještajnih sinergija.

Pri uspostavi okvira za izvješćivanje Komisija bi trebala uzeti u obzir činjenicu da UCITS-i posluju na temelju strožeg regulatornog režima nego AIF-i. Manje opsežan okvir za izvješćivanje dovoljan je za pravilno praćenje rizika za financijsku stabilnost koji su povezani s UCITS-ima.

Komisija bi također trebala voditi računa o drugim inicijativama koje su u tijeku, a koje mogu utjecati na takvo usklađeno izvješćivanje. Komisija bi trebala uzeti u obzir informacije dobivene od ESMA-e i nacionalnih nadležnih tijela u vezi s ovim izvješćivanjem, kao i moguće nove, alternativne/izmijenjene mjere koje se odnose na financijsku polugu, a koje trenutačno razvija IOSCO. Nadalje, također treba uzeti u obzir zahtjeve za izvješćivanje određene Uredbom (EU) 2017/1131 o novčanim fondovima.

Detaljni zahtjevi za izvješćivanje o obilježjima likvidnosti omogućili bi praćenje mogućeg sistemskog rizika koji proizlazi iz UCITS-ovih likvidnosnih transformacija i neusklađenosti. UCITS-i su uređeni detaljnim pravilima koja se odnose na prihvatljivost imovine te stoga obično ulažu u likvidniju imovinu, iako neki UCITS-i mogu također ulagati u manje likvidnu imovinu, npr. u određene vrste obvezničkih fondova (na tržištima u nastajanju ili u obveznice s visokim prinosom). Budući da UCITS-i također podliježu minimalnim zahtjevima u pogledu učestalosti isplata udjela, s njima može biti povezan i veći likvidnosni rizik. Za te UCITS-e postoji mogući podatkovni jaz prema trenutačnom zakonodavnom okviru jer se od njih ne zahtijeva da podnose izvješća nacionalnim nadležnim tijelima na sličan način kao AIF-i. Područje primjene trenutačnog okvira za izvješćivanje stoga nije sveobuhvatno (Direktiva 2011/61/EU u odnosu na Direktivu 2009/65/EZ) i ne uključuje usklađene pokazatelje likvidnosnog rizika koji su smisleni i jednostavni za izračun i tumačenje. To je posebno važno za praćenje kretanja s makrobonitetnog stajališta te za agregiranje pojedinačnih mjera u sektoru i državama.

⁽¹⁾ Na primjer, luksemburška Komisija za nadzor financijskog sektora (*Commission de Surveillance du Secteur Financier* – CSSF) za UCITS-e je početkom 2016. uvela obvezu izvješćivanja o riziku te zahtijeva od sektora UCITS-a da jednom u polugodištu izvješćuju o podatcima koji se odnose na različite čimbenike rizika, kao što su financijska poluga, rizik druge ugovorne strane, kreditni rizik i likvidnosni rizik. Dodatne informacije dostupne su na <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>.

Kako bi se omogućilo praćenje likvidnosne neusklađenosti u UCITS-ima, UCITS-i moraju imati obvezu izvješćivanja o svojoj imovini i obvezama. Upravitelji AIF-a moraju izvješćivati o likvidnosnom profilu svojeg AIF-a, čime se pružaju korisne informacije o procjeni likvidnosti uložene imovine AIF-a, koju provodi upravitelj AIF-a, i strukturi njegovih ulagača. To bi također trebalo poslužiti kao osnova za povezano izvješćivanje UCITS-a te bi se trebalo dopuniti izvješćivanjem o dostupnosti i upotrebi različitih instrumenata za upravljanje likvidnošću koje UCITS ima na raspolaganju. Dodatni podatci o kojima se može izvješćivati mogli bi, na primjer, obuhvaćati informacije o veličini prošlih isplata udjela.

Prikupljanje drugih podataka omogućuje sveobuhvatnu procjenu mogućeg doprinosa tih UCITS-a financijskom/sistemsom riziku. Izvor financijske poluge posebno je zanimljiv, tako da se može napraviti ispravna procjena rizika koji nastaju, na primjer, zbog UCITS-ove upotrebe financijske poluge. UCITS-i bi, među ostalim, također trebali pružiti informacije o strategiji ulaganja, instrumentima kojima se trguje i pojedinačnim izloženostima, profilu tržišnog rizika, profilu rizika druge ugovorne strane i kreditnog rizika te profilu likvidnosnog rizika. Te bi informacije mogle upućivati na rizik od prisilne prodaje, koncentracije druge ugovorne strane i međusobnu povezanost s cjelokupnim financijskim sustavom. Mogle bi se također obuhvatiti kategorije pozicija izvedenica te tehnike i instrumenti, kao što su repo ugovori ili transakcije pozajmljivanja vrijednosnih papira. U Direktivi 2011/61/EU određeni su vrlo slični zahtjevi za izvješćivanje koji bi se mogli nadopuniti elementima specifičnima za UCITS-e, kao što je primjerice učinkovito upravljanje portfeljem. Upravitelj AIF-a mora pružiti informacije o profilu rizika i o glavnim kategorijama imovine u koju AIF ulaže, uključujući odgovarajuće bruto, duge i kratke pozicije izvedenica. Međutim, od upravitelja AIF-a također se traži da pružaju informacije o izvoru gotovinskog zaduživanja. ⁽¹⁾

Ekonomski važan dio sektora UCITS-a primjenjuje strategije u kojima je financijska poluga, uključujući sintetičku financijsku polugu, samo neizravno ograničena. S obzirom na upotrebu financijske poluge u obliku transakcija financiranja vrijednosnih papira ili sintetičke financijske poluge u obliku izloženosti izvedenicama, UCITS-i mogu stvarati izloženost – koja se izračunava primjenom pristupa zasnovanog na obvezama – samo do najvišeg mogućeg iznosa koji je jednak njihovoj ukupnoj neto vrijednosti imovine (vidjeti Okvir 1.b). Međutim, u skladu s Direktivom 2009/65/EZ, države članice mogu također dozvoliti UCITS-ima da izračunavaju svoju ukupnu izloženost primjenom pristupa koji se zasniva na VaR-u ili drugih naprednih metodologija mjerenja rizika, a ne pristupa koji se zasniva na obvezama ⁽²⁾. Upotreba financijske poluge samo je neizravno ograničena za te investicijske fondove u obliku ograničenja za tržišni rizik ⁽³⁾. Drugim riječima, fondovi koji upotrebljavaju pristup koji se zasniva na *apsolutnom* VaR-u ograničeni su na apsolutni VaR koji nije veći od 20 % neto vrijednosti imovine, dok su fondovi koji primjenjuju pristup koji se zasniva na *relativnom* VaR-u ograničeni na iznos koji je najviše dvostruko veći od rizika gubitka po određenom modelu VaR-a sličnog portfelja bez financijske poluge. Važno je napomenuti da bi ti pristupi koji se zasnivaju na VaR-u mogli, ovisno o volatilnosti odnosno imovine, omogućiti znatno veću financijsku polugu od one koju bi dopustio pristup koji se zasniva na obvezama. Prema ESRB-ovoj anketi koja je obuhvatila 11 država članica EU-a, podskup fondova UCITS-a koji primjenjuju pristupe koji se zasnivaju na VaR-u za izračun ukupne izloženosti mogao bi prema neto vrijednosti imovine činiti između 27 % i 50 % sektora UCITS-a EU-a.

Cilj bi trebalo biti dosljedno izvješćivanje o financijskoj poluzi za sve UCITS-e i sve AIF-e, koje će podupirati praćenje investicijskih fondova koji ne podliježu ograničenjima u vezi s financijskom polugom u sektoru investicijskih fondova u Europskoj uniji. FSB preporučuje da nadležna tijela prikupljaju podatke o financijskoj poluzi u investicijskim fondovima, prate upotrebu financijske poluge u investicijskim fondovima koji ne podliježu ograničenjima u vezi s financijskom polugom ili koji bi mogli predstavljati znatne rizike za financijski sustav, povezane s financijskom polugom, te po da potrebi poduzmu mjere. Istodobno se od IOSCO-a zatražilo da utvrdi i/ili izradi dosljedne mjere za financijsku polugu u investicijskim fondovima kako bi se postiglo svrhovitije praćenje financijske poluge za potrebe financijske stabilnosti te da do kraja 2018. pomogne osigurati izravnu usporedbu među investicijskim fondovima na globalnoj razini ⁽⁴⁾. Stoga bi krajnji cilj trebao biti usklađeno izvješćivanje o financijskoj poluzi, u skladu s dosljednim mjerama za financijsku polugu koje bi trebao izraditi/utvrditi IOSCO. Usklađivanje okvira za izvješćivanje za UCITS-e i izvješćivanja o poluzi u AIF-ima prema Direktivi 2011/61/EU trebalo bi se sukladno tome i uspostaviti te bi se time trebalo omogućiti praćenje investicijskih fondova koji se koriste financijskom polugom u sektoru investicijskih fondova EU-a u cjelini. Komisija bi stoga trebala izraditi usklađen okvir u Europskoj uniji, kao i u UCITS-ima i AIF-ima, uzimajući u obzir međunarodni aspekt i cilj uspostave jedinstvenih pristupa za različite metode izračuna financijske poluge (metode koje se zasnivaju na zamišljenom i bruto iznosu te metoda koja se zasniva na obvezama). Time bi se omogućilo i praćenje financijske poluge za UCITS-e koji posluju samo uz neizravna ograničenja u vezi s financijskom polugom.

⁽¹⁾ Vidjeti, na primjer, Prilog IV. Delegiranoj uredbi (EU) br. 231/2013.

⁽²⁾ Vidjeti, na primjer, članak 41. stavak 3. Direktive 2010/43/EU.

⁽³⁾ Vidjeti smjernice CESR-a (razina 3) „Smjernice CESR-a o mjerenju rizika i izračunu ukupne izloženosti i rizika druge ugovorne strane za UCITS-e”, CESR, 28. srpnja 2010.

⁽⁴⁾ Vidjeti Preporuke 10. i 11. FSB-a „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities”, siječanj 2017.

Izvrješćivanje o financijskoj poluzi u skladu s metodom koja se zasniva na obvezama, prema Direktivi 2011/61/EU, zahtijevalo bi da UCITS doda neto vrijednost imovine svojoj izloženosti, koja se mjeri prema UCITS-ovoj metodi koja se zasniva na obvezama. Trenutačno se metode koje se upotrebljavaju za izračun izloženosti prema metodi koja se zasniva na obvezama neznatno razlikuju u direktivama 2009/65/EZ i 2011/61/EU. Dok se u Direktivi 2011/61/EU od AIF-a zahtijeva da izračunavaju izloženost obvezama kao zbroj apsolutnih vrijednosti svih pozicija, od UCITS-a se zahtijeva da izračunavaju samo dodatnu izloženost koja nastaje zbog upotrebe financijske poluge (vidjeti Tablicu 3.). Budući da UCITS-ima nije dozvoljeno zaduživanje u obliku neosiguranog gotovog novca za potrebe ulaganja, a pravila za izračunavanje izloženosti na temelju transakcija financiranja vrijednosnih papira i izvedenica nalikuju onima određenima u Direktivi 2011/61/EU, UCITS-ova metoda koja se zasniva na obvezama može se uskladiti s Direktivom 2011/61/EU tako da se od UCITS-a zatraži da dodaju neto vrijednost imovine svojoj izloženosti.

U tom kontekstu, novo izvrješćivanje UCITS-a o riziku trebalo bi obuhvatiti i izvrješćivanje UCITS-a o testiranju otpornosti na stres. To bi također trebalo uključivati izvrješćivanje o rezultatima standardiziranog univarijatnog testiranja otpornosti na stres te bi trebalo pružati informacije o scenarijima internih testiranja otpornosti na stres koja provode upravitelji fondova, kao i relevantne rezultate.

Tablica 3.

Izračun izloženosti investicijskog fonda prema metodi zasnovanoj na obvezama

	Direktiva o upraviteljima AIF-a	UCITS	
	Trenutačni izračun		Preporučene promjene
Definicija izloženosti	Zbroj apsolutnih vrijednosti svih pozicija	Dodatna izloženost i financijska poluga nastala upotrebom izvedenih financijskih instrumenata	Dodavanje neto vrijednosti imovine
Financijska poluga	Ponovna upotreba zaduživanja u obliku gotovine		
	Veća vrijednost između ostvarene tržišne vrijednosti ulaganja i ukupnog iznosa zaduženja u obliku gotovine	Neosigurano zaduženje u obliku gotovine nije dopušteno za potrebe ulaganja	Ništa
	Transakcije financiranja vrijednosnih papira		
	Tržišna vrijednost primljenog kolaterala (uključujući gotovinu) pri ponovnom ulaganju	Tržišna vrijednost primljenog kolaterala (uključujući gotovinu) pri ponovnom ulaganju	Ništa
Neto sintetička financijska poluga	Izvedenice		
	Zbroj tržišne vrijednosti ekvivalentne pozicije u odnosnoj imovini nakon uzimanja u obzir aranžmana o netiranju i zaštiti od rizika	Zbroj tržišne vrijednosti ekvivalentne pozicije u odnosnoj imovini nakon uzimanja u obzir aranžmana o netiranju i zaštiti od rizika	Ništa

Preporuka D(2) – Učestalost i obuhvat izvještajnih obveza za UCITS-e i društva za upravljanje UCITS-ima

Relevantan udio – s gledišta financijske stabilnosti – svih UCITS-a i društava za upravljanje UCITS-ima treba tromjesečno dostavljati podatke spomenute u Preporuci D1. Sastav portfelja investicijskih fondova, likvidnost portfelja i upotreba financijske poluge (posebice putem upotrebe izvedenica) mogu biti podložni znatnim kratkoročnim promjenama. S obzirom na to, potrebno je barem tromjesečno izvješćivanje kako bi se primjereno pratilo i, kada je to potrebno, odgovorilo na događaje koji bi mogli pridonijeti povećanju rizika za financijsku stabilnost. S obzirom na različite strategije ulaganja i veličine UCITS-a i društava za upravljanje UCITS-ima, vjerojatno će se razlikovati mjera u kojoj pojedinačni investicijski fondovi ili grupe investicijskih fondova mogu pridonijeti sistemskom riziku. S gledišta financijske stabilnosti, tromjesečno izvješćivanje dostatnog podskupa UCITS-a i društava za upravljanje UCITS-ima bilo bi dostatno za praćenje te istodobno ograničilo ukupno izvještajno opterećenje sektora.

Podskup UCITS-a koji bi trebao tromjesečno dostavljati podatke treba uključivati barem UCITS-e koji upotrebljavaju pristup zasnovan na VaR-u za mjerenje ukupne izloženosti. Budući da se UCITS-i bave transakcijama izvedenicama, oni se općenito koriste složenijim strategijama ulaganja te mogu upotrebljavati visoku razinu financijske poluge. Uz spomenuti podskup UCITS-a, Komisija također treba razmotriti značajke kao što su veličina imovine kojom se upravlja i, potencijalno, strategija ulaganja i profil likvidnosti, tako da relevantan udio svih UCITS-a i društava za upravljanje UCITS-ima tromjesečno izvješćuje o podatcima.

Učinkovito praćenje događaja i mogućeg povećanja rizika za financijsku stabilnost u sektoru UCITS-a općenito bi zahtijevalo da dostatan podskup svih UCITS-a i društava za upravljanje UCITS-ima izvješćuje o dostatnom podskupu podataka barem jednom godišnje. Uvođenje godišnjeg izvješćivanja za dostatan udio sektora UCITS-a omogućilo bi, u kombinaciji s dostupnim podacima o AIF-ima, praćenje općih događaja u cijelom sektoru investicijskih fondova Europske unije. Treba napomenuti da bi godišnje izvješćivanje bilo u skladu s minimalnom učestalošću izvješćivanja koja je utvrđena Direktivom 2011/61/EU. Time bi se osiguralo da se rizik za financijsku stabilnost povezan sa sektorom investicijskih fondova, za UCITS-e i za AIF-e, prati najmanje jednom godišnje. Time bi se također omogućile smislene usporedbe događaja u UCITS-ima i AIF-ima tijekom vremena te omogućilo utvrđivanje mogućih strukturnih promjena koje bi mogle pridonijeti povećanju sistemskog rizika.

Komisiji se savjetuje da razmotri ukupnu imovinu kojom upravljaju UCITS-i i društava za upravljanje UCITS-ima pri određivanju subjekata koji bi trebali podlijegati godišnjem zahtjevu za izvješćivanje. Upotreba imovine kojom se upravlja pri određivanju zahtjeva za izvješćivanje u skladu je s postojećim praksama za odlučivanje o zahtjevima za izvješćivanje za upravitelje AIF-a. Komisija može pri određivanju subjekata koji bi trebali podlijegati zahtjevu za godišnje izvješćivanje razmotriti i druge značajke kao što su upotreba financijske poluge u UCITS-u, pristup koji se upotrebljava za izračun ukupne izloženosti te ulagačka strategija UCITS-a.

U skladu s Direktivom 2011/61/EU, učestalost izvješćivanja za upravitelje AIF-a mogla bi se uzeti kao referentna vrijednost za određivanje učestalosti izvješćivanja za UCITS-e i društva za upravljanje UCITS-ima, uz primjenu tri kategorije izvješćivanja (na tromjesečnoj osnovi, na godišnjoj osnovi ili bez izvješćivanja). Trenutačne učestalosti izvješćivanja ⁽¹⁾ za upravitelje AIF-a koji imaju odobrenje za rad, a upravljaju AIF-ima iz EU-a (u skladu s onima za UCITS-e i društva za upravljanje UCITS-ima koji svi moraju imati odobrenje za rad i registrirano sjedište u EU-u) mogu se ukratko prikazati kako slijedi:

- upravitelji AIF-a koji upravljaju ukupnom imovinom AIF-a ispod praga od 100 milijuna eura mogu se odlučiti za odobrenje za rad i izvješćivanje o informacijama jednom godišnje na razini društava za upravljanje i na razini AIF-a
- ako ukupna imovina kojom upravlja upravitelj AIF-a prelazi prag od 100 milijuna eura, ali je ispod praga od 1 milijarde eura, upravitelj AIF-a ima obvezu izvješćivanja jednom u polugodištu i na razini društva za upravljanje i na razini AIF-a, osim za fondove s imovinom kojom se upravlja većom od 500 milijuna eura
- ako ukupna imovina upravitelja AIF-a prelazi prag od 1 milijarde eura, upravitelj AIF-a ima tromjesečnu obvezu izvješćivanja i na razini društva za upravljanje i na razini AIF-a.

⁽¹⁾ „Smjernice o obvezama izvješćivanja u skladu s člankom 3. stavkom 3. točkom (d) i člankom 24. stavcima 1., 2. i 4. Direktive AIFMD” (ESMA/2014/869HR). Treba napomenuti da se u gore navedenom sažetku ne uzima u obzir učestalost izvješćivanja za AIF-e koji ulažu u nevrštena društva i izdavatelje kako bi stekli kontrolu jer je to strategija ulaganja koju UCITS-i ne smiju primjenjivati.

Komisija se može povezati s ESMA-om i nacionalnim nadležnim tijelima kako bi uspostavila razuman pristup za određivanje podskupa UCITS-a i društava za upravljanje UCITS-ima u odgovarajućim kategorijama izvješćivanja. Povezivanje s ESMA-om i nacionalnim nadležnim tijelima pruža mogućnost da se iskoriste trenutačna iskustva s izvješćivanjem u skladu s Direktivom 2011/61/EU pri razvoju okvira za izvješćivanje za UCITS-e i društva za upravljanje UCITS-ima. Treba napomenuti da Komisija pritom – u suradnji s ESMA-om i nacionalnim nadležnim tijelima – može također razmotriti druge ciljeve osim praćenja rizika za financijsku stabilnost (npr. zaštitu ulagača) koji mogu zahtijevati češće izvješćivanje. Nakon što se uspostavi izvješćivanje o UCITS-ima i društvima za upravljanje UCITS-ima u određenom trenutku nakon provedbe trebalo bi ga ponovno razmotriti kako bi se ocijenila prikladnost njegova opsega i učestalosti.

Komisija treba nastojati postići pravu ravnotežu između maksimalnog iskorištavanja prednosti od povećanog praćenja rizika i smanjivanja troškova koji bi nastali zbog novih zahtjeva za izvješćivanje na najmanju moguću mjeru. Dugoročno će vjerojatno sve države imati koristi od okvira za izvješćivanje UCITS-a sličnog tehničkim sustavima izvješćivanja/ustroju okvira za izvješćivanje koji je već u upotrebi u skladu s Direktivom 2011/61/EU. Kratkoročno će, međutim, prijelaz na novo izvješćivanje o UCITS-ima i društvima za upravljanje UCITS-ima stvoriti nove troškove za sektor investicijskih fondova i nadzorna tijela. Za nadležna tijela kratkoročni troškovi vjerojatno će se razlikovati, pri čemu će se države koje trenutačno nemaju izvještajne obveze susresti s potencijalno najvećim opterećenjem. Za sektor će se troškovi novog jedinstvenog okvira za izvješćivanje o UCITS-ima vjerojatno znatno razlikovati među društvima za upravljanje UCITS-ima. Primjerice, upravitelji fondova koji upravljaju UCITS-ima u različitim državama susrest će se s određenim inicijalnim dodatnim troškovima izvješćivanja iako će se ukupna djelotvornost izvješćivanja poboljšati i troškovi smanjiti u usporedbi s trenutačnom situacijom različitih propisa i zahtjeva u različitim državama. Isto tako, društva za upravljanje koja upravljaju UCITS-ima i AIF-ima susrest će se samo s niskim jednokratnim troškovima te će izvješćivati o svojim UCITS-ima upotrebljavajući postojeće sustave izvješćivanja/ustroj za svoje AIF-e. Mala društva za upravljanje UCITS-ima koja upravljaju UCITS-ima u samo jednoj državi vjerojatno će se susresti s najvišim kratkoročnim troškovima novih propisa o izvješćivanju o UCITS-ima jer će rast djelotvornosti biti nizak u odnosu na postojeće stanje izvješćivanja. Novo izvješćivanje o rizicima uključivat će dodatne administrativne troškove i troškove usklađivanja u vezi s uspostavom sustava za izvješćivanje, kao i povremene troškove povezane sa sastavljanjem izvješća. Ti bi pak dodatni troškovi mogli dovesti do ekonomije razmjera i potencijalno utjecati na strukturu sektora.

Preporuka D(3) – Usklađeno izvješćivanje i razmjena informacija

Od nacionalnih nadležnih tijela treba zahtijevati da dijele informacije koje su im dostavili UCITS-i i društva za upravljanje UCITS-ima s drugim tijelima u Europskoj uniji, ESMA-om i ESRB-om. Obvezna razmjena informacija omogućuje zajedničku analizu mogućeg doprinosa UCITS-a povećanju sistemskog rizika i dovodi do zajedničkog odgovora. Osim toga, jedan ili više UCITS-a mogu u određenom trenutku biti znatan izvor rizika druge ugovorne strane za kreditnu instituciju ili drugu sistemski važnu instituciju u jednoj ili više država članica. Time se dodatno naglašava važnost primjerenog okvira za dijeljenje dostavljenih informacija s ostalim tijelima.

Komisiji se savjetuje primjena trenutačnih odredbi i praksi dijeljenja informacija u skladu s Direktivom 2011/61/EU na novi okvir za izvješćivanje UCITS-a⁽¹⁾. U skladu s Direktivom 2011/61/EU, nacionalna nadležna tijela obvezna su dijeliti informacije prikupljene o upraviteljima AIF-a i AIF-ima s drugim tijelima, ESMA-om i ESRB-om. Razmjena informacija između ESMA-e i ESRB-a koja se odnosi na podatke prikupljene u skladu s Direktivom 2011/61/EU temelji se na Memorandumu o razumijevanju (MOU). Nacionalna nadležna tijela matične države članice mogu također povremeno ili na *ad hoc* osnovi zahtijevati dodatne informacije izvan okvira za izvješćivanje ako se to smatra nužnim za djelotvorno praćenje sistemskog rizika. Konačno, u skladu s Direktivom 2011/61/EU, provedbenim tehničkim standardima koje je sastavila ESMA i kojima su određeni postupci razmjene informacija među nacionalnim nadležnim tijelima i između nacionalnih nadležnih tijela i ESMA-e, dodatno se podržava usklađena razmjena informacija.

II.4.2. Neplanirani učinci

Zbog novog okvira za izvješćivanje UCITS-a nastaju troškovi povezani s postupcima prikupljanja i dijeljenja podataka koje su društva za upravljanje i nacionalna nadležna tijela obvezna provoditi. U svakom pokušaju povećavanja izvještajnih obveza za UCITS-e i društava za upravljanje UCITS-ima stoga treba voditi računa o načelu razmjernosti i treba nastojati smanjiti povezane troškove. Povećanja izvještajnih obveza za UCITS-e mogla bi posebno stvoriti nepotrebno opterećenje za manje sudionike na tržištu. U okviru za izvješćivanje UCITS-a treba stoga pri postavljanju zahtjeva za izvješćivanje voditi računa o mogućem doprinosu svakog investicijskog fonda povećanju sistemskog rizika. U okviru za izvješćivanje UCITS-a treba razmotriti druge načine smanjenja povezanih troškova i treba voditi računa o postojećim okvirima za izvješćivanje za koje su relevantni sektor i nadležna tijela već izradili tehničke standarde. Posebice, budući da određeni broj društava za upravljanje UCITS-ima ima i dozvolu za upravljanje alternativnim

⁽¹⁾ Vidjeti, na primjer, članke 50., 52. i 54. Direktive 2011/61/EU.

investicijskim fondovima i da će određeni broj izvještajnih polja biti jednak i za UCITS-e i za alternativne investicijske fondove, bilo bi razumno temeljiti format okvira za izvješćivanje UCITS-a na postojećem okviru za izvješćivanje u skladu s Direktivom 2011/61/EU. U sklopu okvira za izvješćivanje UCITS-a trebaju se također uzeti u obzir, u najvećoj mogućoj mjeri, postojeće izvještajne obveze tih investicijskih fondova. Posebice, prikupljanje podataka u ESB-u koji se odnose na bilance stanja investicijskih fondova već uključuje detaljne informacije o imovini i obvezama investicijskih fondova (vidjeti Uredbu (EU) br. 1073/2013 Europske središnje banke⁽¹⁾). Međutim, ti podatci nisu dostupni za cijelu Europsku uniju i općenito im nedostaje dovoljna granularnost kako bi osigurali koristan uvid u likvidnosni rizik i financijsku polugu povezanu s investicijskim fondovima.

II.5. Preporuka E – Smjernica o članku 25. Direktive 2011/61/EU

II.5.1. Ekonomski razlozi i planirani učinci

Preporuka E(1) – Ocjena sistemskog rizika povezanog s financijskom polugom

Upravitelji investicijskih fondova dužni su podnositi nacionalnim nadležnim tijelima granularne podatke za svaki alternativni investicijski fond koji se koristi financijskom polugom, a kojim oni upravljaju. Podatci, koji mogu sadržavati do 301 stavku, uključuju detaljne informacije o upotrebi financijske poluge, veličini, strategijama ulaganja, ključnim izloženostima, geografskom težištu, ulagačima investicijskog fonda i njihovoj koncentraciji, instrumentima kojima investicijski fond trguje, tržišnom riziku investicijskog fonda, profilu rizičnosti druge ugovorne strane, profilu likvidnosti (uključujući profil isplate) te operativnom riziku i ostalim rizičnim aspektima investicijskog fonda. Treba napomenuti da se smatra da se AIF-i čiji je omjer financijske poluge tri puta veći od neto vrijednosti njihove imovine, izračunane primjenom metode zasnovane na obvezama, u znatnoj mjeri koriste financijskom polugom. Upravitelji takvih investicijskih fondova dužni su uz to podnositi i izvješća o pet najvećih izvora zaduživanja u obliku gotovog novca ili vrijednosnih papira.

Granularni podatci dostupni nacionalnim nadležnim tijelima potvrđuju procjene o sistemskom riziku povezanom s financijskom polugom, iako ostavljaju dovoljno prostora za različite nacionalne pristupe. Na primjer, iskazani podatci uključuju dvije mjere financijske poluge – bruto mjeru te neto mjeru kojom se iskazuju izloženosti u obliku financijske poluge koje se upotrebljavaju za netiranje ili zaštitu od rizika – i nadležna tijela mogu imati različita stajališta o primjeni i tumačenju tih mjera. Nadalje, iskazivanje obuhvatnih podataka omogućuje različito tumačenje među državama o tome je li neophodno u određenu procjenu uključiti daljnje informacije osim onih o upotrebi financijske poluge. Mogu postojati i razlike u pogledu potrebe za procjenom doprinosa upotrebe financijske poluge u AIF-ima povećanju sistemskog rizika.

Međunarodna priroda sektora AIF-a zahtijeva usklađeniji pristup procjeni sistemskog rizika povezanog s financijskom polugom. AIF-i uglavnom ulazu u prekogranične financijske institucije i povezani su s tim institucijama, tako da mogući ekonomski učinak razduživanja ili propasti investicijskih fondova nije ograničen na države u kojima AIF-i imaju registrirano sjedište. Upraviteljima fondova i/ili njihovim investicijskim fondovima relativno je jednostavno premjestiti se u drugu državu, što dodatno naglašava važnost usklađenijeg pristupa procjenama i mogućim mjerama za smanjivanje rizika.

Kako bi se osiguralo da nacionalna nadležna tijela primjenjuju dosljedan pristup kada procjenjuju jesu li ispunjeni uvjeti za uvođenje mjera povezanih s financijskom polugom, ESMA bi prvo trebala osigurati smjernice o zajedničkom skupu pokazatelja. Tim bi se smjernicama olakšala učinkovita primjena opsežnih informacija dostupnih nacionalnim nadležnim tijelima u skladu s Direktivom 2011/61/EU i poticala nacionalna nadležna tijela da provode procjene mjere u kojoj upotreba financijske poluge u sektoru AIF-a pridonosi povećanju sistemskog rizika. Za operacionalizaciju mjera politike prema članku 25. Direktive 2011/61/EU, uključujući makrobonitetna ograničenja u vezi s financijskom polugom ili druga ograničenja za upravljanje AIF-ima, potreban je okvir s pomoću kojeg se može procijeniti ograničavaju li učinkovito mjere koje se u konačnici primjenjuju na razini investicijskog fonda doprinos financijske poluge povećanju sistemskog rizika u sektoru AIF-a.

Radi poticanja usklađene primjene pokazatelja, ESMA-i se također preporučuje da osigura smjernice za tumačenje pokazatelja. ESMA trenutačno radi na izradi skupa podataka na razini EU-a koji će uključivati sve podatke dostavljene nacionalnim nadležnim tijelima u skladu s Direktivom 2011/61/EU na nacionalnoj razini. Kada bude dostupan, taj bi skup podataka trebao omogućiti ESMA-i izradu kvantitativnih analiza o tumačenju pokazatelja u sklopu okvira za procjenu, na primjer ispitivanjem osnovnih sažetih statističkih podataka o pojedinačnim pokazateljima kao što su srednja vrijednost, medijan, minimalna i maksimalna iskazana vrijednost te o distribuciji iskazanih vrijednosti.

⁽¹⁾ Uredba (EU) br. 1073/2013 Europske središnje banke od 18. listopada 2013. o statistici imovine i obveza investicijskih fondova (ESB/2013/38) (SL L 297, 7.11.2013., str 73.)

Okvir za procjenu treba uključivati pokazatelje koji odražavaju razinu, izvor i različite upotrebe financijske poluge. Financijska poluga na temelju zaduživanja ili transakcija financiranja vrijednosnih papira povećava rizik od financiranja likvidnosti investicijskog fonda jer troškovi kreditiranja ili zahtjevi za uplatu nadoknade mogu porasti. S druge strane, upotreba sintetičke financijske poluge povećava osjetljivost fonda na šokove na tržištima izvedenica i rizik da bi pozivi za uplatu nadoknade uzrokovani manjim padom cijena mogli dovesti to prisilne prodaje imovine.

Okvir bi trebao što je više moguće obuhvaćati kanale opisane u daljnjem tekstu kroz koje se sistemski rizik može materijalizirati.

- a) **Moguć doprinos pojedinačnih fondova i sektora AIF-a kao cjeline riziku od prisilne prodaje.** Profil isplate udjela u investicijskom fondu jedan je aspekt rizika prisilne prodaje. Mogućnost kratkoročnih (posebno dnevnih) zahtjeva (za isplatu) i kratkog roka za prethodnu obavijest čini investicijske fondove osjetljivima na navale ulagača na fond, što bi moglo prouzročiti prisilnu prodaju. Drugi aspekt profila isplate udjela u investicijskom fondu jest njegova baza ulagača, gdje veća koncentracija po vrsti ulagača – posebice u kombinaciji s učestalošću kratkoročne isplate – povećava rizik od prisilne prodaje do koje može doći kada već samo jedan ili nekoliko ulagača odluče tražiti isplatu svojih udjela. Profil likvidnosti investicijskog fonda drugi je aspekt rizika od prisilne prodaje. Likvidnost portfelja investicijskog fonda ključna je za njegovu sposobnost ispunjavanja zahtjeva za isplatu udjela i/ili poziva za uplatu marže bez prisilne prodaje. Sposobnost likvidacije dijela portfelja ovisi u velikoj mjeri o karakteristikama portfelja investicijskog fonda. Aspekti poput visoke koncentracije kreditnih izloženosti druge ugovorne strane ili pojedinačnih instrumenata povećavaju vjerojatnost da će investicijski fond morati prisilno prodati imovinu u slučaju propasti druge ugovorne strane. U slučaju složenih portfelja (tj. onih u kojima se velikim dijelom trguje OTC instrumentima ili se u velikoj mjeri reciklira kolateral) ti učinci mogu biti i izraženiji.
- b) **Izravna međusobna povezanost investicijskih fondova i sektora AIF-a kao cjeline s financijskim institucijama.** Upotreba financijske poluge može povećati rizik od nastanka financijskih problema za investicijski fond, koji se potom mogu prenijeti na druge ugovorne strane investicijskog fonda te dalje na širi financijski sustav („kanal druge ugovorne strane“). Druge ugovorne strane mogu biti banke ili brokери izravno trgovanjem povezani s investicijskim fondom koji se koristi financijskom polugom ili koji su financirali investicijski fond koji se koristi financijskom polugom. Investicijski fond koji se koristi financijskom polugom može širiti rizike i na globalni financijski sustav uslijed svoje povezanosti s ulagačima i svojeg financiranja ostalih financijskih posrednika i poduzeća („kanal međusobne povezanosti“). Jedan od načina za obuhvaćanje izravne međusobne povezanosti s financijskim institucijama jest mjerenje koncentracije izloženosti druge ugovorne strane prema investicijskom fondu. Investicijski fondovi mogu biti izravno povezani i s financijskim institucijama na temelju svoje baze ulagača i portfeljnih ulaganja.
- c) **Izravna i neizravna uključenost u kreditno posredovanje pojedinih investicijskih fondova i sektora alternativnih investicijskih fondova kao cjeline.** Investicijski fondovi koji se koriste financijskom polugom mogu pridonijeti prekomjernom kreditnom posredovanju i riziku od prekida procesa kreditnog posredovanja u slučaju preokreta u kreditnom ciklusu. Upotreba financijske poluge omogućuje investicijskim fondovima izravno odobravanje više kredita realnom gospodarstvu ili pospješivanje većeg kreditnog posredovanja banaka. Što se tiče potomjeg, investicijski fondovi mogu izravno financirati bankarski sektor, ulagati u strukturirane kredite i preuzimati kreditni rizik na temelju izvedenica. Do sistemskih rizika može doći uslijed iznenadnog zastoja u osiguranju likvidnosti i kratkoročnog financiranja financijskih institucija, iznenadnog smanjenja tržišne likvidnosti za financijske instrumente važne za kreditno posredovanje ili nedovoljnog razdvajanja rizika. ⁽¹⁾

ESMA je dužna osigurati smjernice za funkcionalan okvir za procjenu. Iako je u teoriji moguća gruba podjela na kategorije mogućih kanala za sistemski rizik, oni su međusobno isprepleteni i vjerojatno je da će se u praksi međusobno pospješivati. Također, temeljni mehanizmi sistemskog rizika koji proizlazi iz tih kanala mogu biti složeni i podliježu promjeni. Zbog toga doprinos investicijskih fondova sistemskom riziku nije moguće lako obuhvatiti pojedinačnim pokazateljima, što dovodi do kompromisa između izrade jednostavnog i funkcionalnog okvira i okvira koji je složeniji i teško provediv. Kao temeljno načelo, pokazatelji trebaju biti samo dio okvira kada znatno olakšavaju procjenu doprinosa investicijskih fondova i sektora AIF-a kao cjeline sistemskim rizicima povezanim s financijskom polugom.

⁽¹⁾ Bengtsson, E., „Investment funds, shadow banking and systemic risk.” *Journal of Financial Regulation and Compliance*, sv. 24(1), str. 60 – 73.

Osim toga, ESMA-ine smjernice za okvir za procjenu trebaju osigurati nacionalnim nadležnim tijelima odgovarajuću osnovu za objašnjenje njihove odluke o donošenju makrobonitetnih mjera politike. Nacionalna nadležna tijela matične države članice upravitelja AIF-a dužna su obavijestiti ESMA-u, ESRB i nacionalna nadležna tijela AIF-a o razlozima za poduzimanje svih makrobonitetnih mjera za ograničavanje razmjera u kojem upotreba financijske poluge pridonosi povećanju sistemskog rizika u financijskom sustavu ili rizika od poremećaja na tržištu⁽¹⁾. Nadalje, ESMA treba dati savjet koji se odnosi na određenu mjeru, te treba također utvrditi čini li se da su ispunjeni uvjeti za djelovanje politike⁽²⁾. Detaljan okvir za procjenu kojim se mogu služiti nacionalna nadležna tijela povećat će vjerojatnost slaganja nacionalnih nadležnih tijela i ESMA-e o potrebi poduzimanja određene mjere.

U Tablici 4. navodi se primjer skupa zajedničkih pokazatelja koji bi mogli činiti dio preporučenog okvira za procjenu. Pokazatelji su dobiveni analizama koje su proveli ESB i nizozemska središnja banka De Nederlandsche Bank (DNB)⁽³⁾, austrijska središnja banka Oesterreichische Nationalbank (OeNB)⁽⁴⁾ i Tijelo za nadzor financijskog poslovanja u Ujedinjenoj Kraljevini (UK Financial Conduct Authority)⁽⁵⁾. Navedeni pokazatelji olakšavaju procjenu razine, izvora i različite upotrebe financijske poluge i cilj im je što više obuhvatiti kanale kojima se može doći do materijalizacije sistemskog rizika. Svi pokazatelji mogu se izraditi s pomoću informacija dostavljenih nacionalnim nadležnim tijelima u skladu s člankom 24. Direktive 2011/61/EU.

Tablica 4.

Primjer skupa pokazatelja za okvir za procjenu rizika za financijsku stabilnost koji proizlaze iz investicijskih fondova

		POKAZATELJ		OPIS	Oznaka podatkovnog polja, obrazac iz Direktive o upraviteljima AIF-a
		BR.	NAZIV		
1. RIZIK TRŽIŠNOG UČINKA	Veličina	1.1.	Neto izloženost	Neto vrijednost imovine prema metodi zasnovanoj na obvezama	53, 295
		1.2.	Neto vrijednost imovine	Neto vrijednost imovine	53
2. RIZIK PRISILNE PRODAJE	Financijska poluga	2.1.	Neto financijska poluga	Financijska poluga prema metodi zasnovanoj na obvezama	295
		2.2.	Odnos bruto i neto financijske poluge	Bruto financijska poluga / financijska poluga prema metodi zasnovanoj na obvezama, kao mjera za uporabu netiranja ili aranžmana za zaštitu od rizika	294, 295
	Profil isplate	2.3.	Rok isplate	Minimalni broj dana koji ulagači moraju čekati za povlačenje svojih uloga	194, 195, 196

⁽¹⁾ Vidjeti, na primjer, članak 25. Direktive 2011/61/EU.

⁽²⁾ Vidjeti, na primjer, članak 25. stavak 6. Direktive 2011/61/EU.

⁽³⁾ Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. i 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. i Ubl, E., „Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer”, OeNB Financial Stability Report 30, prosinac 2015.

⁽⁵⁾ Financial Conduct Authority, „Hedge Fund Survey”, lipanj 2015.

		POKAZATELJ		OPIS	Oznaka podatkovnog polja, obrazac iz Direktive o upraviteljima AIF-a
		BR.	NAZIV		
	Neusklađenost likvidnosti	2.4.	Rok isplate umanjnjen za pretpostavljenu likvidnost portfelja u danima	Minimalni broj dana koji ulagači moraju čekati za povlačenje svojih uloga umanjnjen za likvidnost portfelja koju je iskazao upravitelj imovine	194, 195, 196, 178 – 184
		2.5.	Omjer neto vrijednosti imovine i visokolikvidne imovine	Visokolikvidna imovina uključuje gotov novac i novčane ekvivalente (depozite, komercijalne zapise i dr.), uvrštene vlasničke vrijednosne papire, vrijednosne papire s investicijskim rejtingom koje su izdale financijske institucije, državne obveznice EU-a i zemalja skupine G-10 izvan EU-a i dionice investicijskih fondova	53, 123
		2.6.	Udjel nelikvidne imovine (% neto vrijednosti imovine)	Nelikvidna imovina uključuje fizičku imovinu, neuvrštene vlasničke vrijednosne papire, korporativne i konvertibilne obveznice bez investicijskog rejtinga i kredite	53, 123
	Koncentracija ulagača i drugih ugovornih strana	2.7.	Koncentracija ulagača	Udio neto vrijednosti imovine u vlasništvu petoro najvećih ulagača	118
		2.8.	Koncentracija drugih ugovornih strana	Ukupna neto kreditna izloženost prema petoro glavnih drugih ugovornih strana (% neto vrijednosti imovine)	165
	3. RIZIK IZRAVNOG PRELIJEVANJA NA FINANCIJSKE INSTITUCIJE	Povezanosti na temelju ulaganja	3.1.	Ulaganja u financijske institucije	Duga pozicija vrijednosti ulaganja u uvrštene vlasničke vrijednosne papire i korporativne obveznice koje su izdale financijske institucije, % neto vrijednosti imovine
3.2.			Ulaganja u strukturirane i sekuritizirane proizvode (% neto vrijednosti imovine)	Zbroj dugih pozicija izloženosti u vrijednosnim papirima pokrivenima imovinom (ABS), vrijednosnim papirima pokrivenima stambenim hipotekama (RMBS), vrijednosnim papirima pokrivenima hipotekama na poslovnim nekretninama (CMBS), vrijednosnim papirima pokrivenima hipotekama na nekretninama koje izdaju agencije (AMBS), komercijalnim vrijednosnim papirima pokrivenima imovinom (ABCP), financijskim instrumentima osiguranima dužničkim financijskim instrumentima (CDO), financijskim instrumentima osiguranima kreditima (CLO), strukturiranim certifikatima, proizvodima kojima se trguje na burzi (ETP) i ostalim, kao % neto vrijednosti imovine	53, 123

		POKAZATELJ		OPIS	Oznaka podatkovnog polja, obrazac iz Direktive o upraviteljima AIF-a
		BR.	NAZIV		
Povezanosti na temelju baze ulagača	3.3.	Banke u bazi ulagača (% neto vrijednosti imovine)	Izravne veze s financijskim institucijama kao ulagačima	209	
	3.4.	Osiguravatelji u bazi ulagača (% neto vrijednosti imovine)			
	3.5.	Mirovinski fondovi u bazi ulagača (% neto vrijednosti imovine)			
	3.6.	Investicijski fondovi u bazi ulagača (% neto vrijednosti imovine)			
	3.7.	Ostale financijske institucije u bazi ulagača (% neto vrijednosti imovine)			
4. RIZIK PREKIDA IZRAVNOG KREDITNOG POSREDOVANJA	4.1.	Ulaganja u korporativne obveznice (% neto vrijednosti imovine)	Zbroj dugih pozicija vrijednosti korporativnih obveznica, konvertibilnih obveznica koje nisu izdale financijske institucije (s investicijskim rejtingom i bez investicijskog rejtinga) (% neto vrijednosti imovine)	53, 123	
	4.2.	Ulaganja u kredite poduzeća (% neto vrijednosti imovine)	Krediti s financijskom polugom i ostali krediti, % neto vrijednosti imovine	53, 123	

Preporuka E(2) – Makrobonitetna ograničenja u vezi s financijskom polugom

ESMA može pomoći nacionalnim nadležnim tijelima u operacionalizaciji ograničenja financijske poluge pružanjem smjernica o njihovom mogućem obliku, uključujući procjenu njihove učinkovitosti i djelotvornosti. Direktivom 2011/61/EU omogućuje se ograničenje financijske poluge ako ona pridonosi „povećanju sistemskog rizika”, no u njoj nisu sadržane daljnje smjernice koje se odnose na oblik ograničenja. Nacionalna nadležna tijela mogla bi imati koristi od smjernica ESMA-e o obliku ograničenja u vezi s financijskom polugom, a ESMA bi se mogla nadovezati na Preporuku ESRB/2013/1 Europskog odbora za sistemske rizike⁽¹⁾. Preporuka ESRB-a nadležnim tijelima jest da izrade učinkovite i djelotvorne makrobonitetne instrumente za ispunjavanje ciljeva svojih politika.

Ograničenja u vezi s financijskom polugom za AIF-e mogu se smatrati učinkovitima ako rješavaju pitanje rizika od i. prisilne prodaje, ii. učinka prelijevanja na financijske druge ugovorne strane i iii. poremećaja u kreditnom posredovanju. Rješavanjem tih nedostataka na tržištu ograničenja u vezi s financijskom polugom podržavaju financijsku stabilnost. Što se tiče neposrednih ciljeva ESRB-a, ograničenja u vezi s financijskom polugom usmjerena su na „rizik od prekomjerne financijske poluge”⁽²⁾. Financijska poluga na razini cijelog sustava prekomjerna je kada uzrokuje sklonost gospodarstava skupim financijskim krizama.

Kako bi ograničenja u vezi s financijskom polugom bila djelotvorna, instrument treba biti jednostavan, a neplanirane posljedice trebaju biti ograničene. Nadležna tijela trebaju odabrati ograničenja jednostavna za kalibraciju i provedbu, čime se jača transparentnost i sprječava izostanak djelovanja. Nadalje, neplanirane posljedice trebaju biti ograničene, a ograničenja u vezi s financijskom polugom trebaju biti otporna na izigravanje i arbitražu sudionika na tržištu. Ograničenja u vezi s financijskom polugom trebaju biti razmjerna sistemskom riziku kojemu je investicijski fond izložen zbog upotrebe financijske poluge, kako bi sektor i dalje bio sposoban pružati vrijedne usluge gospodarstvu. Na primjer, investicijski fondovi trebaju i nadalje biti sposobni koristiti se različitim i aktivnim strategijama koje mogu služiti kao amortizeri šokova za vrijeme tržišnih stresova. Pri procjeni potrebe za ograničenjima u vezi s financijskom polugom i vrsta ograničenja koja bi bila razmjerna sistemskim rizicima, nadležna tijela trebaju provoditi analizu rizika zasnovanu na podacima prikupljenima u skladu s Direktivom 2011/61/EU i pokazateljima rizika iz zajedničkog okvira za procjenu rizika (čiju je izradu predložila ESMA u Preporuci E1).

Za informaciju ESMA-i, u Tablici 5. prikazan je primjer okvira za ocjenu različitih oblika ograničenja u vezi s financijskom polugom u pogledu učinkovitosti i djelotvornosti. Na primjer, u tablici se daje ocjena triju mogućih oblika trajnih ograničenja u vezi s financijskom polugom i razmatraju se ciklička ograničenja. Prikazani primjeri nisu iscrpan popis mogućih oblika, a sljedeću ocjenu treba smatrati primjerom načina na koji se okvir može upotrebljavati za ocjenu različitih mogućnosti oblikovanja ograničenja.

Univerzalno ograničenje moglo bi biti jednostavno za provedbu, no ono bi moglo imati velike neplanirane posljedice. Takvo ograničenje moglo bi biti učinkovito u ograničavanju sistemskih rizika povezanih s financijskom polugom ako bi bilo obvezujuće za velik dio sektora investicijskih fondova. Međutim, takav bi pristup mogao imati neplaniranu posljedicu u obliku neodrživosti određenih poslovnih modela, što bi moglo imati ozbiljne negativne učinke na likvidnost različitih proizvoda na globalnom financijskom tržištu. Nadalje, restriktivno univerzalno ograničenje moglo bi znatno smanjiti sposobnost sektora da amortizira tržišne šokove jer bi smanjilo aktivna ulaganja upravitelja fondova i njihovo djelovanje suprotno tržišnim trendovima. I konačno, budući da bi takva ograničenja u vezi s financijskom polugom mogla znatno ograničiti aktivnosti sektora investicijskih fondova, postoji rizik da bi se te aktivnosti mogle premjestiti u ostale, manje uređene, dijelove financijskog sektora.

Ograničenja u vezi s financijskom polugom koja se temelje na vrsti i/ili profilu investicijskog fonda mogu kratkoročno i srednjoročno biti koristan instrument za nacionalna nadležna tijela. Različita ograničenja u vezi s financijskom polugom koja ovise o vrsti i/ili profilu investicijskog fonda omogućuju nadležnim tijelima učinkovito ciljanje investicijskih fondova koji najviše pridonose sistemskom riziku, čime bi se riješile strukturne ranjivosti sektora. Može se razmotriti nekoliko rješenja za podjelu prema profilu investicijskog fonda. Na primjer, nadležna tijela koja pokušavaju riješiti rizik prisilne prodaje mogu razmotriti uvođenje ograničenja za investicijske fondove koji nude kratkoročne isplate udjela ili ulažu u manje likvidnu imovinu. Također, nadležna tijela zabrinuta zbog mogućnosti zaraze mogla bi razmotriti uvođenje ograničenja u vezi s financijskom polugom za investicijske fondove s velikim ili koncentriranim izloženostima prema ostalim financijskim institucijama. ESMA bi mogla pomoći nadležnim tijelima davanjem smjernica o profiliranju investicijskih fondova radi procjene rizika povezanog s financijskom polugom i provedbe makrobonitetnih ograničenja u vezi s financijskom polugom. Nadležna tijela mogla bi također uzeti u obzir razlike u ukupnoj razini financijske poluge uvođenjem različitih ograničenja za svaku vrstu investicijskog fonda.

⁽¹⁾ „Recommendation ESRB/2013/1 of the European Systemic Risk Board of 4 April 2013 on intermediate objectives and instruments for macro-prudential policy” (SL C 170, 15.6.2013., str. 1.)

⁽²⁾ Za pregled neposrednih ciljeva i raspoređivanje privremenih i mogućih makrobonitetnih instrumenata, vidjeti, na primjer, Preporuku ESRB/2013/1.

Nedostatak ovakvog rješenja leži u mogućem nastojanju investicijskih fondova da izigraju ograničenja nastojeći postići povoljniju klasifikaciju investicijskog fonda⁽¹⁾. Stoga bi moglo biti opravdano uvođenje kriterija za klasifikaciju AIF-a prema vrstama investicijskih fondova.

Tablica 5.

Mogući okvir za ocjenu različitih oblika ograničenja u vezi s financijskom polugom u pogledu učinkovitosti i djelotvornosti

	Oblik ograničenja u vezi s financijskom polugom	Trajna ograničenja u vezi s financijskom polugom			Ciklička ograničenja
		1.	2.	3.	
		Univerzalna ograničenja	Ograničenja po vrsti fonda	Ograničenja po profilu fonda	
Učinkovitost	Prisilna prodaja	Učinkovita za ograničavanje svih nedostataka na tržištu ako je ograničenje obvezujuće za velik dio fondova koji se koriste financijskom polugom	Učinkovita za ograničavanje svih nedostataka na tržištu ako su ograničenja obvezujuća za velik dio fondova koji se koriste financijskom polugom	Učinkovita kada se ciljaju fondovi koji se koriste financijskom polugom, a imaju relativno nelikvidne portfelje i/ili kratke rokove za isplatu	Primjena oblika ograničenja navedenih pod točkama od 1. do 3. mogla bi biti vremenski promjenjiva. Oblici bi imali isti učinak, ali ciklička ograničenja u vezi s financijskom polugom bila bi primjerenija za ograničavanje povećanja rizika u uzlaznoj fazi i materijalizacije rizika u silaznoj fazi financijskog ciklusa
	Druga ugovorna strana i vanjski učinci međusobne povezanosti			Učinkovito za ciljanje fondova koji se koriste financijskom polugom i snažno su izravno povezani s financijskim institucijama	
	Prekomjerno kreditno posredovanje			Učinkovito za ciljanje fondova koji se koriste financijskom polugom i koji ulažu u korporativne obveznice i kredite	
Djelotvornost	Razmjerno	Niska razina ograničenja mogla bi određene vrste fondova (npr. fondovi za omeđivanje rizika) učiniti neodrživima, dok visoka razina ograničenja neće uspjeti spriječiti opće povećanje financijske poluge	Ograničenjima se ciljaju vrste fondova s relativno visokom razinom financijske poluge (npr. fondovi za omeđivanje rizika), no ne pravi se razlika između profila rizika unutar određene vrste fonda	Ograničenjima se ciljaju različiti opći profili rizika fondova prema vrsti fonda	Razmjernost bi ovisila o odabranom obliku ograničenja

⁽¹⁾ U skladu s Direktivom 2011/61/EU upravitelji fondova mogu odabrati vrstu fonda.

	Oblik ograničenja u vezi s financijskom polugom	Trajna ograničenja u vezi s financijskom polugom			Ciklička ograničenja
		1.	2.	3.	
		Univerzalna ograničenja	Ograničenja po vrsti fonda	Ograničenja po profilu fonda	
	Otporno na izigravanje i arbitražu	Nema prostora za izigravanje i arbitražu	Određeni prostor za izigravanje i arbitražu zbog mogućih nastojanja mješovitih fondova da si osiguraju povoljniju klasifikaciju fonda	Nije vjerojatna mogućnost za izigravanje i arbitražu s obzirom na malen broj čvrsto definiranih profila	Prostor za izigravanje i arbitražu ovisio bi o odabranom obliku ograničenja
	Složenost kalibracije	Najjednostavniji oblik ograničenja	Relativno jednostavan s malim brojem strogo definiranih vrsta fondova	Relativno jednostavan s malim brojem strogo definiranih profila fondova	Zahtijeva pokazatelj ciklusa financijske poluge i mjeru doprinosa fondova, što kalibraciju čini složenom

Izvor: Tablica 4.1. u Van der Veer et al. (2017.)

Dugoročno se može ispitati i mogućnost cikličke financijske poluge. Nadležna tijela možda žele razmotriti i cikličku primjenu određenog oblika ograničenja financijske poluge (npr. univerzalno ograničenje ili ograničenje prema vrsti fonda ili profila). U usporedbi s trajnim ograničenjima financijske poluge, ciklička ograničenja bila bi prikladnija za ublažavanje rasta i materijalizacije rizika u uzlaznoj odnosno silaznoj fazi financijskog ciklusa. Međutim, ciklički pristup ne bi bio prikladan za kratkoročnu i srednjoročnu primjenu jer bi to zahtijevalo mjeru financijskog ciklusa i pokazatelj doprinosa fonda, što bi tu mjeru učinilo još složenijom. Ako se primijeni isti pristup kao što je onaj koji se upotrebljava za ograničenja u vezi s financijskom polugom u skladu s Baselom III., težište bi u kratkoročnom razdoblju moglo biti na trajnim ograničenjima. Primjena cikličkih ograničenja mogla bi se ispitati nakon što nadležna tijela budu imala više iskustva s primjenom trajnih ograničenja.

Ograničenja u vezi s financijskom polugom trebaju se zasnivati na mjerama financijske poluge u skladu s Direktivom 2011/61/EU radi jačanja dosljedne primjene i transparentnosti te sprječavanja regulatorne arbitraže. Upotreba zajedničke mjere financijske poluge pomaže nadležnim tijelima u postizanju dosljedne primjene ograničenja u vezi s financijskom polugom u Europi. Time se također jača transparentnost mjere politike i pridonosi jednostavnosti njezine provedbe. Nadalje, upotreba zajedničkih mjera pomaže u ograničavanju regulatorne arbitraže upravitelja fondova. Imajući u vidu složenost mjerenja financijske poluge, idealno bi bilo kada bi se nadležna tijela nadograđivala na postojeće koncepte i mjere koje se upotrebljavaju za iskazivanje financijske poluge u skladu s Direktivom 2011/61/EU.

Periodični pregled ograničenja u vezi s financijskom polugom dovest će do i. poboljšanja utemeljenog na iskustvu i ii. usklađenja s međunarodnim standardima. Moglo bi se tvrditi da mjere financijske poluge u skladu s Direktivom 2011/61/EU trenutačno nisu definirane na zadovoljavajući način, ili da će mjere u konačnici biti neusklađene s međunarodnim standardima (kao što su oni koje je izradio IOSCO). Međutim, glavna prednost upotrebe mjera financijske poluge u skladu s Direktivom 2011/61/EU leži u činjenici da moguća buduća poboljšanja u mjerenju financijske poluge budu automatski i dosljedno uzeta u obzir ako se provodi postupak redovite provjere. Postupkom redovite provjere osigurala bi se usklađenost s međunarodnim standardima (FSB, IOSCO). Povremena provjera ograničenja u vezi s financijskom polugom bila bi u skladu s Preporukom ESRB/2013/1. ⁽¹⁾

Smjernice o kriterijima za primjenu ograničenja u vezi s financijskom polugom pomažu nacionalnim nadležnim tijelima u operacionalizaciji ograničenja financijske poluge. Jasne smjernice pospješuju dosljednu primjenu u Europi i ublažavaju izostanak djelovanja.

⁽¹⁾ Vidjeti, na primjer, Preporuku D ESRB/2013/1.

ESMA bi mogla pomoći nadležnim tijelima u operacionalizaciji ograničenja u vezi s financijskom polugom pružanjem smjernica o načinu na koji bi nadležna tijela trebala postići ravnotežu između mjera zasnovanih na pravilima i diskrecijske provedbe mjera. Potrebno je postići ravnotežu između lakoće provedbe mjera zasnovanih na pravilima i fleksibilnosti diskrecijskog odlučivanja.

Preporuka E(3) – Postupak obavješćivanja

ESMA treba definirati jasan postupak obavješćivanja o odlukama koje donose nacionalna nadležna tijela u skladu s člankom 25. Direktive o upraviteljima AIF-a. Takav usklađeni postupak obavješćivanja omogućuje nacionalnim nadležnim tijelima djelotvorno obavješćivanje ESMA-e. S druge strane, on omogućuje ESMA-i i ESRB-u učinkovitu i djelotvornu analizu tih obavijesti.

Preporuka E(4) – Usporedna analiza

Radi daljnjeg promicanja zdrave, učinkovite i dosljedne razine regulacije i nadzora, preporučuje se da ESMA provodi usporedbu izvršavanja ovlasti nacionalnih nadležnih tijela u skladu s člankom 25. stavkom 3. Direktive 2011/61/EU. Takvom usporedbom mogle bi se, primjerice, dobiti informacije o okolnostima u kojima su ovlasti izvršene i propisanim zahtjevima za rješavanje različitih situacija. Time se može pomoći u utvrđivanju najboljih praksi. ESMA bi trebala također analizirati rezultate takve usporedbe sa svojim članovima i dijeliti informacije o aktivnostima nacionalnih nadležnih tijela s nacionalnim makrobonitetnim tijelima i ESRB-om.

Iako rezultati usporednih analiza nisu obvezujući, nacionalna nadležna tijela mogu ih upotrebljavati za potrebe svojih praksi. Na primjer, provedene su usporedne analize procjena koje su izradila nacionalna nadležna tijela za interne pristupe kojima se koriste banke⁽¹⁾ za izračun kapitalnih zahtjeva i scenarija plana oporavka u skladu s Direktivom 2014/59/EU Europskog parlamenta i Vijeća⁽²⁾ (3). Te usporedbe upućuju na korisnost usporedbe nadzornih praksi, čime se promiče njihova konvergencija i pospješuje odlučivanje među nacionalnim nadležnim tijelima uz istodobno održavanje nadzornog diskrecijskog odlučivanja. Te bi usporedne analize mogle pospješiti kreiranje delegiranih akata Komisije u skladu s člankom 25. stavkom 9. Direktive 2011/61/EU (načela kojima se utvrđuju okolnosti u kojima nadležna nacionalna tijela primjenjuju ovlasti u skladu s člankom 25. stavkom 3., vodeći računa o različitim strategijama AIF-a, različitim tržišnim uvjetima u kojima AIF-i posluju i mogućim procikličkim učincima primjene odredbi).

II.5.2. Neplanirani učinci

Postoji kompromis između razine usklađenosti i diskrecijskih ovlasti koje stoje na raspolaganju nacionalnim nadležnim tijelima. Budući da se ovom preporukom nastoji promicati usklađen pristup operacionalizaciji članka 25., podrazumijevaju se određena ograničenja prava na diskrecijsko odlučivanje nacionalnih nadležnih tijela. U tom smislu, ovlast ESMA-e za izdavanje smjernica ima za cilj promicanje nadzorne konvergencije. Međutim, ekstremni učinak ESMA-inih smjernica o okviru za procjenu rizika i o obliku, kalibraciji i provedbi makrobonitetnih ograničenja u vezi s financijskom polugom moglo bi biti stvaranje neplaniranih zapreka za nacionalna nadležna tijela u ostvarivanju njihovih prava na diskrecijsko odlučivanje u provedbi makrobonitetnih ograničenja financijske poluge za AIF-e kojima upravljaju upravitelji fondova u njihovim državama.

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

(2) Direktiva 2014/59/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o uspostavi okvira za oporavak i sanaciju kreditnih institucija i investicijskih društava te o izmjeni Direktive Vijeća 82/891/EEZ i direktiva 2001/24/EZ, 2002/47/EZ, 2004/25/EZ, 2005/56/EZ, 2007/36/EZ, 2011/35/EU, 2012/30/EU i 2013/36/EU te uredbi (EU) br. 1093/2010 i (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća (SL L 173, 12.6.2014., str. 190.)

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

Literatura

Financial Stability Report, br. 38, Bank of England, prosinac 2015.

Financial Stability Report, br. 39, Bank of England, srpanj 2016., str. 8.

Financial Stability Report, br. 40, Bank of England, studeni 2016.

Bengtsson, E., „Investment funds, shadow banking and systemic risk”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, sv. 24, br. 1, 2016., str. 60. – 73.

Clerc, L., Giovannini, A., Langfield, S., Peltonen, T., Portes, R. i Scheicher, M., „Indirect contagion: the policy problem”, *Occasional Paper Series*, br. 9, ESRB, siječanj 2016.

Cohn, C., Milliken, D. i Jessop, S., „Number of UK property funds suspended since Brexit vote doubles”, kolovoz 2016., dostupno na <http://uk.reuters.com/article/uk-britain-eu-property/number-of-uk-property-funds-suspended-since-brexit-vote-doubles-idUKKCN0ZL13H>

Smjernice CESR-a o mjerenju rizika i izračunu ukupne izloženosti i rizika druge ugovorne strane za UCITS-e, *Feedback Statement*, Odbor europskih regulatora za vrijednosne papire, srpanj 2010.

Delegirana uredba Komisije (EU) br. 231/2013 od 19. prosinca 2012. o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u odnosu na izuzeća, opće uvjete poslovanja, depozitare, financijsku polugu, transparentnost i nadzor (SL L 83, 22.3.2013., str. 1.)

Direktiva Komisije 2007/16/EZ od 19. ožujka 2007. o provedbi Direktive Vijeća 85/611/EEZ o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) s obzirom na razjašnjenje nekih definicija (SL L 79, 20.3.2007., str. 11.)

Direktiva Komisije 2010/43/EU od 1. srpnja 2010. o provedbi Direktive 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu organizacijskih zahtjeva, sukoba interesa, poslovanja, upravljanja rizicima i sadržaja sporazuma između depozitara i društva za upravljanje (SL L 176, 10.7.2010., str. 42.)

Constâncio, V., *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, govor na konferenciji „Joint conference of the European Commission and European Central Bank on European Financial Integration and Stability”, Frankfurt na Majni, Njemačka, travanj 2016.

Direktiva 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 13. srpnja 2009. o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) (SL L 302, 17.11.2009., str. 32.)

Direktiva 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 8. lipnja 2011. o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova i o izmjeni direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ te uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010 (SL L 174, 1.7.2011., str. 1.)

Direktiva 2014/59/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o uspostavi okvira za oporavak i sanaciju kreditnih institucija i investicijskih društava te o izmjeni Direktive Vijeća 82/891/EEZ i direktiva 2001/24/EZ, 2002/47/EZ, 2004/25/EZ, 2005/56/EZ, 2007/36/EZ, 2011/35/EU, 2012/30/EU i 2013/36/EU te uredbi (EU) br. 1093/2010 i (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća (SL L 173, 12.6.2014., str. 190.)

Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (SL L 173, 12.6.2014., str. 349.)

Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise, izvješće, Eurosko nadzorno tijelo za bankarstvo, 2014., dostupno na: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios, izvješće, Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo, prosinac, 2014., dostupno na <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Financial Stability Review, Europska središnja banka, svibanj 2016.

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

Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017, European Fund and Asset Management Association, prosinac 2017.

Smjernice o obvezama izvješćivanja u skladu s člankom 3. stavkom 3. točkom (d) i člankom 24. stavcima 1., 2. i 4. Direktive AIFMD, (ESMA/2014/869HR), Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala, kolovoz 2014.

Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, br. 2, Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala, 2015.

Key principles for a European framework on loan origination by funds, ESMA/2016/596, mišljenje, European Securities and Markets Authority, travanj 2016., dostupno na: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf

EU Shadow Banking Monitor, br. 1, Europski odbor za sistemske rizike, srpanj 2016.

EU Shadow Banking Monitor, br. 2, Europski odbor za sistemske rizike, svibanj 2017.

Hedge Fund Survey, Financial Conduct Authority, lipanj 2015.

Illiquid assets and open-ended investment fund, dokument za raspravu (DP 17/1), Financial Conduct Authority, veljača 2017.

Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities, Odbor za financijsku stabilnost, siječanj 2017.

Update on Review of Asset Management Products and Activities, Vijeće za nadzor financijske stabilnosti, travanj 2016.

Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members, završno izvješće, FR28/2015, Međunarodna organizacija nadzornih tijela za vrijednosne papire, prosinac 2015.

Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, izvješće o savjetovanju, CR05/2017, Međunarodna organizacija nadzornih tijela za vrijednosne papire, srpanj 2017.

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

Lehecka, G. i Ubl, E., „Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer”, *OeNB Financial Stability Report*, br. 30, prosinac 2015.

Maijor, S., *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, govor na radionici „ESRB Shadow Banking Workshop”, Frankfurt na Majni, Njemačka, svibanj 2015.

Marriage, M., *Contagion worries rise over property fund suspension*, srpanj 2016., dostupno na <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>

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

„Recommendation ESRB/2012/1 of the European Systemic Risk Board of 20 December 2012 on money market funds” (SL C 146, 25.5.2013., str. 1.)

„Recommendation ESRB/2013/1 of the European Systemic Risk Board of 4 April 2013 on intermediate objectives and instruments for macro-prudential policy” (SL C 170, 15.6.2013., str. 1.)

Preporuka ESRB/2014/1 Europskog odbora za sistemske rizike od 18. lipnja 2014. o priznavanju i određivanju stopa protucikličkog zaštitnog sloja za izloženosti prema trećim zemljama (SL C 293, 2.9.2014., str. 1.)

Uredba (EU) br. 648/2012 Europskog parlamenta i Vijeća od 4. srpnja 2012. o OTC izvedenicama, središnjoj drugoj ugovornoj strani i trgovinskom repozitoriju (SL L 201, 27.7.2012., str. 1.)

Uredba (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva i o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 (SL L 176, 27.6.2013., str. 1.)

Uredba (EU) br. 1073/2013 Europske središnje banke od 18. listopada 2013. o statistici imovine i obveza investicijskih fondova (ESB/2013/38) (SL L 297, 7.11.2013., str. 73.)

Uredba (EU) br. 909/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 23. srpnja 2014. o poboljšanju namire vrijednosnih papira u Europskoj uniji i o središnjim depozitorijima vrijednosnih papira te izmjeni direktiva 98/26/EZ i 2014/65/EU te Uredbe (EU) br. 236/2012 (SL L 257, 28.8.2014., str. 1.)

Uredba (EU) 2015/760 Europskog parlamenta i Vijeća od 29. travnja 2015. o europskim fondovima za dugoročna ulaganja (SL L 123, 19.5.2015., str. 98.)

Uredba (EZ) br. 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o novčanim fondovima (SL L 169, 30.6.2017., str. 8.)

„Investment Company Liquidity Risk Management Programs”, 17 CFR dio 210, 270, 274, izdanje br. 33-10233, IC-32315, dok. br. S7-16-15 RIN 3235-AL61, U.S. Securities and Exchange Commission, 2016. dostupno na <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. i Weistroffer, C., „Towards a framework for calibrating macroprudential leverage limits for alternative investment funds”, Special Feature „A”, *ECB Financial Stability Review*, studeni 2016., str. 123. – 133.

Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. i de Sousa van Stralen, R., *Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands*, zajednička Povremena publikacija ESB-a i NNB-a, 2017.

White, M.J., *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, govor na konferenciji „The New York Times DealBook Opportunities for Tomorrow Conference Held at One World Trade Center”, New York, prosinac 2014.

Dodatak

Tablica A1

Dostupnost instrumenata za upravljanje likvidnošću u državama članicama Europske unije (Izvor: ESMA)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	ES	FI	FR	GR	HR	HU	IE	IS	IT	LI	LT	LU	LV	MT	NL	NO	PT	RO	SE	SI	SK	UK
Ograničenja isplate	NE	NE	NE	DA	NE	NE	NE	DA	DA	NE	DA	NE	NE	NE	DA	NE	DA	DA	NE	DA	NE	DA	DA	DA	DA	DA	NE	NE	DA	DA
Posebni računi za odvajanje nelikvidnih ulaganja	DA	NE	NE	DA	NE	NE	NE	DA	DA	NE	DA	NE	NE	NE	DA	NE	DA	DA	NE	DA	NE	DA	DA	DA	NE	NE	NE	DA	NE	NE
Naknada za sprječavanje razvodnjavanja	NE	NE	NE	DA	NE	NE	NE	DA	NE	NE	DA	NE	NE	NE	DA	NE	DA	DA	NE	DA	NE	NE	DA	NE	DA	DA	NE	NE	NE	DA
Naknade za isplatu	DA	NE	NE	DA	NE	DA	NE	DA	NE	DA	DA	NE	NE	NE	DA	NE	DA	DA	NE	DA	NE	NE	DA	NE	NE	NE	NE	NE	NE	DA
Nenovčana isplata	DA	NE	NE	DA	NE	DA	NE	DA	DA	DA	DA	NE	DA	NE	DA	NE	DA	DA	NE	DA	NE	DA	DA	NE	DA	NE	NE	DA	NE	DA
Obustava isplata	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA
Zaštitno prilagođavanje cijena	DA	NE	NE	DA	NE	NE	NE	DA	NE	DA	DA	NE	NE	NE	DA	NE	NE	DA	NE	DA	NE	NE	DA	DA	NE	NE	NE	NE	NE	DA
Kratkoročno zaduživanje	DA	NE	DA	DA	DA	DA	NE	DA	DA	DA	DA	DA	NE	NE	DA	DA	DA	DA	NE	DA	NE	DA	DA	NE	DA	DA	NE	DA	DA	DA
Obvezni zaštitni slojevi likvidnosti	DA	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	DA	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	DA	NE	NE	NE	NE	NE	NE	DA
Popratna pisma	DA	NE	NE	NE	NE	NE	NE	DA	DA	NE	NE	NE	NE	NE	DA	NE	NE	DA	NE	DA	NE	DA	DA	NE	NE	NE	NE	NE	NE	DA
Drugi instrumenti/mjere	NE	NE	NE	NE	NE	DA	NE	NE	DA	NE	DA	NE	NE	NE	NE	NE	DA	NE	NE	DA	NE	NE	NE	NE	NE	NE	DA	NE	NE	DA