

## I

(Rezoliucijos, rekomendacijos ir nuomonės)

## REKOMENDACIJOS

## EUROPOS SISTEMINĖS RIZIKOS VALDYBA

## EUROPOS SISTEMINĖS RIZIKOS VALDYBOS REKOMENDACIJA

2017 m. gruodžio 7 d.

dėl investicinių fondų likvidumo ir finansinio sverto rizikos

(ESRV/2017/6)

(2018/C 151/01)

EUROPOS SISTEMINĖS RIZIKOS VALDYBOS BENDROJI VALDYBA,

atsižvelgdama į Sutartį dėl Europos Sąjungos veikimo,

atsižvelgdama į 2010 m. lapkričio 24 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentą (ES) Nr. 1092/2010 dėl Europos Sąjungos finansų sistemos makrolygio rizikos ribojimo priežiūros ir Europos sisteminės rizikos valdybos įsteigimo <sup>(1)</sup>, ypač į jo 3 straipsnio 2 dalies b, d ir f punktus ir 16–18 straipsnius,

atsižvelgdama į 2011 m. sausio 20 d. Europos sisteminės rizikos valdybos sprendimą ESRV/2011/1, kuriuo patvirtinamos Europos sisteminės rizikos valdybos darbo tvarkos taisyklės <sup>(2)</sup>, ypač į jo 18–20 straipsnius,

kadangi:

- (1) investicinių fondų sektorius Sąjungoje ir visame pasaulyje per pastarąjį dešimtmetį smarkiai išaugo ir investiciniai fondai dabar sudaro didžiąją vertybinių popierių rinkos dalį. Tikėtina, kad investicinių fondų vaidmuo finansinio tarpininkavimo srityje toliau didės, turint omenyje žemų palūkanų normų ir bankų sektoriaus balanso apribojimų kontekstą, kartu atsižvelgiant į pokyčius, atsirandančius dėl kapitalo rinkų sąjungos plėtros. Reguliavimo institucijos palankiai įvertino šią plėtrą, kadangi finansavimo šaltinių įvairovė gali padėti sustiprinti visos finansų sistemos efektyvumą ir atsparumą;
- (2) tačiau susirūpinimą kelia tai, kad išaugęs investicinių fondų finansinis tarpininkavimas gali pagilinti bet kokią būsimą finansinę krizę. Atvirojo tipo investicinių fondų turto likvidumo ir jo išpirkimo profilių neatitikimai gali lemti skubius pardavimus, kad būtų patenkinti išpirkimo reikalavimai rinkoje susiklosčius nepalankioms sąlygoms. Tokie skubūs pardavimai gali neigiamai paveikti kitus finansų rinkos dalyvius, turinčius tokių patį arba glaudžiai su juo susijusį turtą. Be to, finansinis svertas gali sustiprinti neigiamų rinkos pokyčių įtaką, kadangi jis sukuria investicinio fondo turtą viršijančią poziciją. Be to, šalia tokių netiesioginio plitimo kanalų, investicinis fondas gali paskleisti riziką dėl tarpusavio sąsajų, t. y. tarpusavio sąsajų su savo investuotojais, o tai yra tiesioginis kanalas, kuriuo sukrėtimai gali būti perduodami kitoms finansų įstaigoms;
- (3) investiciniams fondams įtakos taip pat gali turėti pakitusi rinkos dinamika ir struktūra. Pavyzdžiui, žemų palūkanų normų kontekste pelno siekimas gali paskatinti didesnes investicijas į mažiau likvidų turtą. Kyla rizika, kad dėl makrolygio sukrėtimų, kaip antai rizikos priedų pasikeitimo, investicinių fondų investuotojai aktyviai naudosis galimybe reikalauti išpirkti jų investicinius vienetus. Tai gali būti ypač aktualu investiciniams fondams, kurių portfelių didelę dalį sudaro turtas, kuriam taikomas didelis svertas ir kuris yra mažiau likvidus;

<sup>(1)</sup> OL L 331, 2010 12 15, p. 1.

<sup>(2)</sup> OL C 58, 2011 2 24, p. 4.

- (4) be to, išskyrus atvejus, kai ši rizika yra tinkamai valdoma, kai kurie investuotojai gali pasinaudoti pradininko pranašumu, t. y. investuotojams, pateikusiems paraiškas išpirkti investicijas iki tol, kol rinkoje padėtis tampa nepalanki, arba ankstyvomis tokios padėties rinkoje sąlygomis, netenka patirti viso tokios nepalankios padėties rinkoje poveikio, o šią naštą prisiima likę investuotojai;
- (5) dabartinė Sąjungos teisės aktų sistema numato priemones, skirtas sumažinti didėjančią investicinių fondų sektoriaus įtaką finansinės krizės atveju ir sustiprinti investicinių fondų atsparumą. Šią teisės aktų sistemą sudaro Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2009/65/EB <sup>(1)</sup> ir 2011/61/ES <sup>(2)</sup>;
- (6) Direktyvose 2009/65/EB ir 2011/61/ES yra numatyti likvidumo valdymo reikalavimai. Alternatyvaus investavimo fondai (AIF) turi laikytis išpirkimo politikos, kuri atitiktų jų investavimo strategijos likvidumo profilį, ir reguliariai atlikti testavimą nepalankiausiomis sąlygomis esant įprastinėms ir išskirtinėms likvidumo sąlygoms. Kolektyvinio investavimo į perleidžiamuosius vertybinius popierius subjektams (KIPVPS) taikomos konkretesnės tinkamumo taisyklės, reguliuojančios turto, į kurį jiems leidžiama investuoti, rūšis ir, kai tinkama, jie privalo atlikti testavimą nepalankiausiomis sąlygomis;
- (7) siekiant spręsti klausimą dėl su finansiniu svertu susijusios sisteminės rizikos, Direktyvos 2009/65/EB ir 2011/61/ES šiuo metu nustato teisinį pagrindą, skirtą apriboti finansinio svertu didėjančią investiciniuose fonduose. Direktyvos 2009/65/EB 51 straipsnio 3 dalis numato KIPVPS turimų išvestinių finansinių priemonių pozicijos investicijų ribą, o tos pačios direktyvos 83 straipsnio 2 dalies a punktas nustato 10 procentų dydžio laikino skolinimosi ribą. Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnio 3 dalis suteikia teisę nacionalinėms kompetentingoms institucijoms (NKI) nustatyti finansinio svertu lygio ribas arba kitus AIF valdymo apribojimus. Be to, pagal Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnio 7 dalį Europos vertybinių popierių ir rinkų institucija (ESMA) gali nustatyti, kad alternatyvaus investavimo fondų valdytojo (AIFV) ar AIFV grupės naudojamas finansinis svetas kelia didelę riziką finansinės sistemos stabilumui ir vientisumui, ir ESMA gali pateikti rekomendaciją NKI bei nurodyti veiksmus, kurių reikia imtis padėčiai ištaisyti, įskaitant finansinio svertu lygio ribas;
- (8) siekiant užtikrinti, kad reguliavimu būtų sumažinta sisteminė rizika, reikia nuosekliai taikyti aukštus standartus fondų valdytojų gebėjimui valdyti riziką Sąjungoje. Įrodymais pagrįsta, kad dabartinė teisės aktų sistema numato efektyvų investicinių fondų rizikos valdymą mikroprudenciniu lygmeniu. Tačiau jos efektyvumas makroprudencinės perspektyvos požiūriu nėra didžiajia dalimi patikrintas. Šios rekomendacijos tikslas – spręsti su sisteminė rizika susijusio likvidumo neatitikimo ir investicinių fondų naudojamo finansinio svertu klausimą. Tai pagerins turto valdymo sektoriui taikomą Sąjungos makroprudencinę sistemą;
- (9) A rekomendacija parengta siekiant spręsti klausimą dėl rizikos, galinčios kilti, jei fondų valdytojai neturi pakankamų likvidumo valdymo priemonių, kaip antai išpirkimo mokesčių, išpirkimo apribojimų arba gebėjimo laikinai sustabdyti išpirkimus. Nesant tokių priemonių, didelis išpirkimo paraiškų kiekis mažėjančių turto kainų sąlygomis gali sukelti likvidumo požiūriu įtemptą padėtį visoje sistemoje ir paskatinti dar didesnį turto kainų kritimą, galintį sukelti riziką finansiniam stabilumui. Visose valstybėse narėse nustačius papildomas likvidumo valdymo priemones, būtų sustiprintas fondų valdytojų gebėjimas spręsti klausimą dėl didelio išpirkimo paraiškų skaičiaus tais atvejais, kai rinkos likvidumo situacija tampa nepalanki. Be to, A rekomendacija siekiama dar labiau patikslinti klausimą dėl NKI inicijuojamo išpirkimų sustabdymo;
- (10) B rekomendacija parengta siekiant sušvelninti pernelyg didelius likvidumo neatitikimus atvirojo tipo AIF atveju ir užkirsti jiems kelią. Kai kurie atvirojo tipo AIF didelę dalį savo investicijų yra investavę į turta, kuriam būdingas mažesnis likvidumas. Tai apima investicinius fondus, kurie investuoja į nekilnojamąjį turta, į biržos prekybos sąrašus neįtrauktus vertybinius popierius, paskolas ir kitą alternatyvų turta. Tokie investiciniai fondai turi galėti įrodyti NKI tiek patvirtinimo proceso metu, tiek ir (arba) po patvirtinimo, savo gebėjimą laikytis savo investavimo strategijos nepalankiomis rinkos sąlygomis;
- (11) C rekomendacija parengta siekiant skatinti nuosekliai testavimo nepalankiausiomis sąlygomis praktiką investicinio fondo lygmeniu. Testavimas nepalankiausiomis sąlygomis yra priemonė, leidžianti fondo valdytojui identifikuoti galimas investavimo strategijos silpnąsias vietas ir padėti parengti investicinį fondą krizei. Jeigu naudojamas teisingai, testavimas nepalankiausiomis sąlygomis, kaip rizikos valdymo ir sprendimų priėmimo priemonė, turėtų

<sup>(1)</sup> 2009 m. liepos 13 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2009/65/EB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamuosius vertybinius popierius subjektais (KIPVPS), derinimo (OL L 302, 2009 11 17, p. 32).

<sup>(2)</sup> 2011 m. birželio 8 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2011/61/ES dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų, kuria iš dalies keičiami direktyvos 2003/41/EB ir 2009/65/EB bei reglamentai (EB) Nr. 1060/2009 ir (ES) Nr. 1095/2010 (OL L 174, 2011 7 1, p. 1).

sumažinti likvidumo riziką investicinio fondo lygmeniu ir turėtų prisidėti prie likvidumo rizikos mažinimo visoje finansų sistemoje. Gairės dėl fondo valdytojų testavimo nepalankiausiomis sąlygomis praktikos turėtų sumažinti likvidumo riziką tiek investicinio fondo, tiek ir finansų sistemos lygmeniu, ir sustiprinti subjektų gebėjimą valdyti likvidumą investuotojų naudai, įskaitant netikėtumų ir su tuo susijusios reakcijos išvengimą tais atvejais, kai yra netikėtai didelė išpirkimų paklausa;

- (12) D rekomendacija parengta siekiant nustatyti suderintą KIPVPS atskaitomybės sistemą Sąjungoje. Nors daugelyje Sąjungos šalių yra nustatytos KIPVPS atskaitomybės prievolės, atskaitomybės praktika, susijusi su atskaitų teikimo periodiškumu, KIPVPS, kuriems taikomos šios prievolės, ir teikiamais duomenimis, labai skiriasi. Tai, kad nėra suderintos atskaitomybės sistemos, užkerta kelią stebėti ir visapusiškai vertinti galimą KIPVPS veiklos poveikį finansiniam stabilumui kylančiai rizikai. Suderinta KIPVPS atskaitomybės sistema taip pat sumažins dabartinio atskaitomybės veiksmingumo trūkumą tiek KIPVPS, tiek ir visam sektoriui;
- (13) E rekomendacija parengta siekiant padėti įgyvendinti Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnį, numatantį AIF finansinį svertą ribojančią makroprudencinę priemonę. Reikia patikslinti šios priemonės naudojimą, sukuriant bendrą metodą, užtikrinantį, kad NKI galėtų suderintai naudoti šią priemonę. Dėl to, reikėtų parengti gaires dėl finansinio sverto rizikos vertinimo sistemos ir dėl finansinio sverto ribų nustatymo, kalibravimo ir įgyvendinimo;
- (14) šia rekomendacija siekiama proporcingos sistemos, skirtos valdyti sistemine riziką, kuri gali kilti investicinių fondų sektoriuje arba kurią šis sektorius gali paskleisti, tuo pat metu išsaugant pagrindines išpirkimo savybes, kurios pritraukia investuotojus į atvirojo tipo investicinius fondus ir sudaro sąlygas kolektyvinėms investicijoms;
- (15) šia rekomendacija atsižvelgiama į vykstančias tarptautines ir europines iniciatyvas dėl makroprudencinės politikos, siekiant sušvelninti likvidumo neatitikimus ir sverto naudojimą investiciniuose fonduose, ir ypač į Finansinio stabilumo tarybos (FST) ir Tarptautinės vertybinių popierių organizacijos (IOSCO) darbą. 2017 m. sausio 12 d. FST paskelbė rekomendacijas dėl turto valdymo veiklos, kylančios dėl likvidumo neatitikimų ir finansinio sverto naudojimo investiciniuose fonduose, struktūrinių trūkumų šalinimo<sup>(1)</sup>. Siekiant papildyti FSV darbą, IOSCO buvo pavesta užduotis įgyvendinti FSV rekomendacijas. Šis procesas šiuo metu tebevyksta;
- (16) siekiant įgyvendinti dabartinės teisės aktų sistemos, reguliuojančios investicinius fondus, makroprudencinius elementus ir užtikrinti nuoseklią NKI veiklą, ši rekomendacija yra iš dalies skirta ESMA, atsižvelgiant į jos pagalbos ir koordinavimo vaidmenį;
- (17) siekiant spręsti klausimus, susijusius su kita investicinių fondų keliamo rizika, rekomenduojama, kad Europos Komisija pasiūlytų papildomas teisėkūros priemones. Pripažįstama, kad Komisija į savo darbotvarkę jau yra įtraukusi šios srities teisės aktų peržiūras. Tai sudarys galimybę spręsti rekomendacijose nurodytus makroprudencinius klausimus;
- (18) Europos sisteminės rizikos valdybos (ESRV) rekomendacijos skelbiamos po to, kai Bendroji valdyba praneša Europos Sąjungos Tarybai apie ketinimą tai padaryti ir suteikia Tarybai galimybę reaguoti,

PRIĖMĖ ŠIĄ REKOMENDACIJĄ:

#### 1 SKIRSNIS

#### REKOMENDACIJOS

##### **A rekomendacija. Likvidumo valdymo priemonės išpirkimo atveju**

1. Komisijai rekomenduojama pasiūlyti Sąjungos teisės aktuose įtvirtinti bendrą Sąjungos teisės aktų sistemą, kuri reguliuotų papildomų likvidumo valdymo priemonių (p-LVP) įtraukimą į Sąjungoje steigiamų investicinių fondų struktūrą, tam, kad sprendimą dėl to, kokias p-LVP įtraukti į investicinių fondų steigimo dokumentus arba į kitą iki sutarties sudarymo pateikiamą informaciją apie investicinius fondus, atskirai priimtų kiekvienas už valdymą atsakingas subjektas.

<sup>(1)</sup> 2017 m. sausio mėn. Finansinio stabilumo tarybos Rekomendacijos dėl turto valdymo veiklos lemų struktūrinių trūkumų šalinimo politikos (angl. *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*).

2. Komisijai rekomenduojama pasiūlyti Sąjungos teisės aktuose įtvirtinti papildomas nuostatas, kuriomis būtų konkretizuojamas NKI vaidmuo, kai šios naudojasi savo teisėmis sustabdyti išpirkimus tarpvalstybinį poveikį finansiniam stabilumui turinčiais atvejais.
3. Komisijai rekomenduojama pasiūlyti Sąjungos teisės aktuose nustatyti ESMA bendrąją pagalbos, patariamąjį ir koordinavimo vaidmenį dėl NKI įgaliojimų sustabdyti išpirkimus tarpvalstybinį poveikį finansiniam stabilumui turinčiais atvejais, remiantis A rekomendacijos 2 dalimi.

### **B rekomendacija. Papildomos nuostatos, skirtos sumažinti pernelyg didelių likvidumo neatitikimų tikimybę**

Komisijai rekomenduojama pasiūlyti Sąjungos teisės aktuose įtvirtinti priemones, kuriomis būtų ribojamas sisteminės rizikos, kurią gali kelti likvidumo pakeitimai atvirojo tipo AIF, didėjimas arba sumaištis rinkoje rizika.

### **C rekomendacija. Testavimas nepalankiausiomis sąlygomis**

Siekiant skatinti priežiūros konvergenciją, ESMA rekomenduojama parengti gaires dėl praktikos, kurios turėtų laikytis valdytojai atlikdami pavienių AIF ir KIPVPS likvidumo rizikos testavimą nepalankiausiomis sąlygomis.

### **D rekomendacija. KIPVPS atskaitomybė**

1. Komisijai rekomenduojama pasiūlyti Sąjungos teisės aktuose įtvirtinti reikalavimą, pagal kurį KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonės kompetentingai institucijai reguliariai teiktų duomenis, ypač susijusius su likvidumo rizika ir finansiniu svirtu, ir pateiktų tokius duomenis atitinkamai NKI, jeigu tai nėra kompetentinga institucija KIPVPS atskaitomybės tikslais.
2. Komisijai rekomenduojama pasiūlyti, kad D rekomendacijos 1 dalyje nurodytus duomenis pagal atskaitomybės sistemą bent kartą per ketvirtį teiktų finansinio stabilumo požiūriu pakankamai reikšminga visų KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonių dalis. Visų KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonių atstovaujamoji proporcinė dalis turėtų kartą per metus teikti bent jau pakankamą duomenų rinkinio dalį.
3. Komisijai rekomenduojama pasiūlyti, kad D rekomendacijos 1 dalyje nurodytus duomenis NKI pateiktų kitų atitinkamų valstybių narių NKI, ESMA ir ESRV.

### **E rekomendacija. Gairės dėl Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnio**

1. ESMA rekomenduojama pateikti gaires dėl sistemos, siekiant įvertinti, kokia apimtimi finansinio svorto naudojimas AIF sektoriuje prisideda prie sisteminės rizikos finansų sistemoje didėjimo.
2. ESMA rekomenduojama pateikti gaires dėl makroprudencinių finansinio svorto ribų nustatymo, kalibravimo ir įgyvendinimo.
3. ESMA rekomenduojama pateikti gaires dėl to, kaip NKI turėtų pranešti ESMA, ESRV ir kitoms NKI apie savo ketinimą įgyvendinti makroprudencines priemones pagal Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnio 3 dalį.
4. ESMA rekomenduojama iš NKI pagal Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnio 3 dalį gautą informaciją panaudoti lyginant žinias apie finansinio svorto ribų naudojimą ir apie kitus AIF valdymo apribojimus bei šiomis žiniomis pasidalyti su nacionalinėmis makrolygio rizikos ribojimo institucijomis ir ESRV.

## 2 SKIRSNIS

### ĮGYVENDINIMAS

#### 1. Apibrėžtys

1. Šioje rekomendacijoje taikomos šios apibrėžtys:

- a) papildomos likvidumo valdymo priemonės (p-LVP) – priemonės, kurios padeda atvirojo tipo AIF ir KIPVPS bei jų valdytojams tinkamai ir efektyviai valdyti išpirkimo reikalavimus, rinkoje susiklosčius nepalankioms sąlygoms. Šios priemonės turėtų apimti *ex post* taikomas priemones, kaip antai, išpirkimų sustabdymą arba išpirkimų atidėjimą (išpirkimo apribojimus (angl. „*gates*“)), pratęsimus išpėjimo laikotarpius), taip pat prevencines priemones, kaip antai prekybos sąnaudų priskyrimą pasirašantiems (paraiškas išpirkti pateikusiems) investuotojams (kainų keitimą (angl. *swing pricing*)/apsaugos nuo nuostolių mokesčius (angl. *anti-dilution levies*));

- b) alternatyvaus investavimo fondai (AIF) – tai kolektyvinio investavimo įmonės, kaip apibrėžta Direktyvos 2011/61/EEB 4 straipsnio 1 dalies a punkte;
  - c) alternatyvaus investavimo fondų valdytojai (AIFV) – turi tokią pačią reikšmę, kaip Direktyvos 2011/61/EEB 4 straipsnio 1 dalies b punkte, taikant 2 straipsnio 3 dalyje numatytus apribojimus ir 3 straipsnyje numatytas išimtis;
  - d) atvirojo tipo AIF AIFV – subjektai, patenkantys į Komisijos deleguotojo reglamento (ES) Nr. 694/2014 <sup>(1)</sup> 1 straipsnio 2 dalyje apibrėžtą kategoriją;
  - e) už valdymą atsakingas subjektas: i) valdymo įmonė, kaip apibrėžta Direktyvos 2009/65/EB 2 straipsnio 1 dalies b punkte; ii) kaip investicinis fondas įkurtas ir valdymo įmonės nepaskyręs KIPVPS, kaip numatyta Direktyvoje 2009/65/EB; iii) AIFV, kaip nurodyta Direktyvos 2011/61/ES 4 straipsnio 1 dalies b punkte; ir iv) kaip investicinė bendrovė įkurtas AIF, kurio valdymas yra vidinis ir kuris nepaskyrė AIFV, nurodyto Direktyvos 2011/61/ES 5 straipsnio 1 dalies b punkte;
  - f) finansinis svertas – metodas, kurį naudodamas investicinis fondas padidina savo pozicijas, viršydamas fondo turtą, pasiskolindamas piniginių lėšų ar vertybinių popierių, arba per išvestines finansines priemones, kuriose paslėptas finansinis svertas, ar bet koku kitu būdu;
  - g) nacionalinė kompetentinga institucija (NKI) – kompetentinga institucija, kaip apibrėžta Direktyvos 2009/65/EB 2 straipsnio 1 dalies h punkte arba, kaip taikytina, Direktyvos 2011/61/ES 4 straipsnio 1 dalies f punkte;
  - h) sisteminė rizika turi tokią pat reikšmę, kaip ir Reglamento (ES) Nr. 1092/2010 2 straipsnio c punkte;
  - i) kolektyvinio investavimo į perleidžiamuosius vertybinius popierius subjektai (KIPVPS) – subjektai, kaip apibrėžta Direktyvos 2009/65/EB 1 straipsnio 2 dalyje, gavę leidimą pagal tos direktyvos 5 straipsnį;
  - j) KIPVPS valdymo įmonė – turi tokią pačią reikšmę, kaip ir Direktyvos 2009/65/EB 2 straipsnio 1 dalies b punkte.
2. I ir II priedai yra sudedamoji šios rekomendacijos dalis. Esant prieštaravimų tarp pagrindinio teksto ir priedų, vadovaujama pagrindiniu tekstu.

## 2. Įgyvendinimo kriterijai

1. Ši rekomendacija įgyvendinama taikant tokius kriterijus:

- a) rekomendacija taikoma AIF, AIFV, KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonėms;
- b) turėtų būti vengiama reguliacinio arbitražo;
- c) įgyvendinimo metu deramas dėmesys turėtų būti skiriamas proporcingumo principui, atsižvelgiant į kiekvienos rekomendacijos tikslą ir turinį;
- d) atitikties kriterijai nustatyti I priede.

2. Adresatai turi pranešti ESRV ir Tarybai apie veiksmus, kurių buvo imtasi laikantis šios rekomendacijos, arba tinkamai pateisinti neveikimą. Ataskaitose turi būti pateikiama bent:

- a) informacija apie veiksmų, kurių imtasi, esmę ir grafiką, įskaitant, kai taikytina, visus veiksmus, kurių imtasi Europos priežiūros institucijų atžvilgiu;
- b) veiksmų, kurių imtasi, poveikio vertinimas, atsižvelgiant į šios rekomendacijos tikslus;
- c) išsamus bet kokio neveikimo ar nukrypimo nuo šios rekomendacijos, įskaitant bet kokią uždelimą, pateisinimas.

## 3. Tolesnių veiksmų grafikas

Adresatai turi pranešti ESRV ir Tarybai apie veiksmus, kurių buvo imtasi laikantis šios rekomendacijos, arba tinkamai pateisinti savo neveikimą, laikantis šio grafiko:

1. A rekomendacija

Iki 2020 m. gruodžio 31 d. Komisija turi pateikti ESRV ir Tarybai A rekomendacijos 1, 2 ir 3 dalių įgyvendinimo ataskaitą.

<sup>(1)</sup> 2013 m. gruodžio 17 d. Komisijos deleguotasis reglamentas (ES) Nr. 694/2014, kuriuo papildomos Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2011/61/ES nuostatos, susijusios su alternatyvaus investavimo fondų valdytojų tipų nustatymo techniniais reguliavimo standartais (OL L 183, 2014 6 24, p. 18).

2. B rekomendacija

Iki 2020 m. gruodžio 31 d. Komisija turi pateikti ESRV ir Tarybai B rekomendacijos įgyvendinimo ataskaitą.

3. C rekomendacija

Iki 2019 m. birželio 30 d. ESMA turi pateikti ESRV ir Tarybai C rekomendacijoje nurodytas gaires.

4. D rekomendacija

Iki 2020 m. gruodžio 31 d. Komisija turi pateikti ESRV ir Tarybai D rekomendacijos 1, 2 ir 3 dalių įgyvendinimo ataskaitą.

5. E rekomendacija

- a) iki 2019 m. birželio 30 d. ESMA turi pateikti ESRV ir Tarybai E rekomendacijos 1, 2 ir 3 dalyse nurodytas gaires;
- b) pradėdant nuo 2019 m. gruodžio 31 d., bent kartą per metus ESMA turi pateikti nacionalinėms makrolygio rizikos ribojimo institucijoms ir ESRV E rekomendacijos 4 dalyje nurodytą informaciją.

**4. Stebėseną ir vertinimas**

1. ESRV sekretoriatas:

- a) padės adresatams, užtikrindamas ataskaitų teikimo koordinavimą ir reikiamų šablonų teikimą, o prireikus – išsamiu apibūdinamas tolesnių veiksmų procedūrą ir grafiką;
- b) tikrins adresatų tolesnius veiksmus, teiks pagalbą, kai jie to prašo, ir per Valdymo komitetą teiks Bendrajai valdybai ataskaitas apie tolesnius veiksmus.

2. Bendroji valdyba įvertins adresatų pateiktas ataskaitas apie veiksmus ir pateisinimus ir, kai tinkama, galės nuspręsti, kad šios rekomendacijos nebuvo laikomasi ir kad adresatas tinkamai nepateisino savo neveikimo.

Priimta Frankfurte prie Maino 2017 m. gruodžio 7 d.

*ESRV bendrosios valdybos vardu ESRV sekretoriato vadovas*

Francesco MAZZAFERRO

---

## I PRIEDAS

## REKOMENDACIJŲ ATITIKTIES KRITERIJAI

**A rekomendacija**

Nustatomi šie **A rekomendacijos** atitikties kriterijai:

A rekomendacijos 1 dalis. Papildomų likvidumo valdymo priemonių prieinamumas

Sąjungos teisės aktuose turėtų būti numatytas platus spektras papildomų likvidumo valdymo priemonių (p-LVP), kurios būtų teisiškai prieinamos Sąjungos lygmeniu, tuo pačiu pripažįstant, kad pirminė atsakomybė už p-LVP taikymo pradžią ir įgyvendinimą turėtų tekti turto valdytojams ir kad kai kurios šių priemonių nebus tinkamos ar būtinos visų rūšių atvirojo tipo fondams. P-LVP turėtų padėti atvirojo tipo investiciniams fondams (AIF) ir kolektyvinio investavimo į perleidžiamuosius vertybinius popierius subjektams (KIPVPS), taip pat jų valdytojams, tinkamai ir efektyviai valdyti išpirkimo reikalavimus nuolat, o ypač rinkoje susiklosčius nepalankioms sąlygoms.

Komisijos pasiūlytuose atitinkamų Sąjungos teisės aktų pakeitimuose turėtų būti numatytos pareigos:

- a) atvirojo tipo AIF alternatyvaus investavimo fondų valdytojams (AIFV) ir KIPVPS valdymo įmonėms įvertinti visas prieinamas p-LVP ir konkrečiai įvertinti, kurios iš jų yra tinkamos jų valdomų fondų investavimo strategijoms ir turėtų būti numatytos steigimo dokumentuose ir kitoje prieš sudarant sutartį pateikiamoje informacijoje, kad jomis galėtų būti naudojamosi esant įprastinėms ir nepalankioms rinkos sąlygoms, ir suteikti investuotojams pakankamą skaidrumą tokių priemonių atžvilgiu;
- b) atvirojo tipo AIF alternatyvaus investavimo fondų valdytojams (AIFV) ir KIPVPS valdymo bendrovėms numatyti jų valdomų fondų steigimo dokumentuose ir kitoje prieš sudarant sutartį pateikiamoje informacijoje įgaliojimą sustabdyti išpirkimus, ypač esant nepalankioms rinkos sąlygoms;
- c) atvirojo tipo AIF alternatyvaus investavimo fondų valdytojams (AIFV) ir KIPVPS valdymo bendrovėms užtikrinti, kad yra numatyti būtini darbiniai pajėgumai ir yra parengti planai nenumatytiems atvejams tam, kad būtų laiku pradėta taikyti bet kuri iš p-LVP, kurią jie gali naudoti;
- d) atvirojo tipo AIF alternatyvaus investavimo fondų valdytojams (AIFV) ir KIPVPS valdymo bendrovėms teikti ataskaitas apie p-LVP įgyvendinimą ir panaudojimą esant nepalankioms rinkos sąlygoms;
- e) Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijai (ESMA), atsižvelgus į Europos sisteminės rizikos valdybos (ESRV) nuomonę makroprudenciniais klausimais, parengti gaires dėl:
  - i. p-LVP apibrėžčių ir savybių;
  - ii. kriterijų, pagal kuriuos vertinamas tinkamumas pagal A rekomendacijos 1 dalies a punktą;
  - iii. pagal A rekomendacijos 1 dalies a punktą p-LVP keliamų skaidrumo reikalavimų;
  - iv. aukšto lygio principai, pagal kuriuos turėtų būti įgyvendintos p-LVP fondo likvidumo valdymo proceso metu;
  - v. kaip įvertinti ir elgtis tais atvejais, kai naudojant p-LVP kyla nenumatytos pasekmės;
  - vi. reikalavimas atsiskaityti NKI pagal A rekomendacijos 1 dalies d punktą; ir
  - vii. skaidrumo lygmuo investuotojų atžvilgiu, pradėjus taikyti p-LVP ir jas naudojant.

Gairėse turėtų būti atsižvelgiama į būtinus planus nenumatytiems atvejams, kurie turėtų būti taikomi iš anksto, kaip reikalaujama pagal A rekomendacijos 1 dalies c punktą, tam, kad tokias p-LVP būtų galima pradėti taikyti nedelsiant ir efektyviai.

A rekomendacijos 2 dalis. Papildomos nuostatos, susijusios su NKI atliekamu išpirkimų sustabdymu tarpvalstybinį poveikį finansiniam stabilumui turinčiais atvejais

Komisijos pasiūlytuose Sąjungos teisės aktų pakeitimuose turėtų būti:

- a) patikslintas atitinkamas NKI vaidmuo ir jų bendradarbiavimas atsižvelgiant į išpirkimų sustabdymus tarpvalstybinį poveikį finansiniam stabilumui turinčiais atvejais, kai AIF ar KIPVPS yra įsteigtas vienoje valstybėje narėje, bet turi kitoje valstybėje narėje įsteigtą AIFV ar KIPVPS valdymo bendrovę, t. y. tarpvalstybinio poveikio atvejais;

- b) numatyti pareigą NKI, kai šios naudojasi savo įgaliojimais vadovauti išpirkimų sustabdymams tarpvalstybinio poveikio finansiniam stabilumui tikslais, prieš pradėdamos naudotis tokiais įgaliojimais, informuoti atitinkamas NKI, ESMA ir ESRV.

A rekomendacijos 3 dalis. Papildomos nuostatos dėl NKI ir dėl ESMA vaidmens, kai NKI stabdo išpirkimus, galinčius turėti tarpvalstybinį poveikį finansiniam stabilumui

Komisijos pasiūlytuose atitinkamų Sąjungos teisės aktų pakeitimuose turėtų būti numatyta ESMA prievolė užtikrinti, kad ji atlieka savo bendrą pagalbą, patariamąjį ir koordinavimo vaidmenį dėl NKI įgaliojimų sustabdyti išpirkimus tarptautinį poveikį finansiniam stabilumui turinčiais atvejais.

### **B rekomendacija**

Nustatomi šie **B rekomendacijos** atitikties kriterijai:

Komisijos pasiūlytuose atitinkamų Sąjungos teisės aktų pakeitimuose turėtų būti numatyta:

- a) kad ESMA suteikiami įgaliojimai parengti ir atnaujinti turto, kuriam būdingas mažesnis likvidumas, sąrašą, remiantis pačios ESMA atlikta analize, atsižvelgus į ESRV nuomonę makroprudeniniais klausimais ir į Europos bankininkystės institucijos ir Europos draudimo ir profesinių pensijų institucijos nuomonę dėl nuoseklaus taikymo skirtinguose sektoriuose. Į tokį sąrašą ESMA turėtų įtraukti bent jau nekilnojamąjį turtą, į biržos sąrašus neįtrauktus vertybinius popierius, paskolas ir kitą alternatyvų turtą, kuriam būdingas mažesnis likvidumas. Atliekant analizę reikėtų įvertinti, *inter alia*, per kiek laiko tokį turtą būtų galima parduoti nepalankiomis rinkos sąlygomis;
- b) reikalavimas, kad atvirojo tipo AIF alternatyvaus investavimo fondų valdytojai (AIFV), siekiančių daug investuoti į turtą, įtrauktą į turto, kuriam būdingas mažesnis likvidumas, sąrašą pagal B rekomendacijos a punktą, galėtų įrodyti NKI savo gebėjimą laikytis savo investavimo strategijos rinkos sąlygomis, kurias galima numatyti. Turi būti vertinama, *inter alia*, pritaikyta išpirkimo politika, p-LVP įgyvendinimas ir (arba) į turto, kuriam būdingas mažesnis likvidumas, sąrašą pagal B rekomendacijos a punktą įtraukto turto vidaus ribos. Jeigu naudojamos tokios vidaus ribos, jos turėtų būti atskleistos NKI steigiant atitinkamus fondus ir apie jas turėtų būti pranešama vėliau, jeigu šios ribos keičiamos. Informacija turėtų būti teikiama ir investuotojams, laikantis gairių, kurias turi parengti ESMA;
- c) teisė savo nuožiūra taikyti pereinamojo laikotarpio nuostatas atvirojo tipo AIF alternatyvaus investavimo fondų valdytojams (AIFV), nustatant laiko tarpą, per kurį turi būti pasiektas atitikimas teisės aktams, kai turtas įtraukiamas į turto, kuriam būdingas mažesnis likvidumas, sąrašą pagal B rekomendacijos a punktą, ir kai pažeidžiamos vidaus ribos, kai tai naudinga, siekiant užkirsti kelią netikėtoms, žalingoms pasekmėms.

### **C rekomendacija**

Nustatomi šie **C rekomendacijos** atitikties kriterijai:

ESMA gairės dėl likvidumo testavimo nepalankiausiomis sąlygomis turėtų apimti bent jau šiuos aspektus, jais neapsiribojant:

- a) likvidumo testavimo nepalankiausiomis sąlygomis scenarijų sukūrimą;
- b) likvidumo testavimo nepalankiausiomis sąlygomis politiką, įskaitant likvidumo testavimo nepalankiausiomis sąlygomis rezultatų vidinį naudojimą;
- c) atsižvelgimą į investicinių fondų balansų turto ir įsipareigojimų pusę; ir
- d) pavienių fondų atliekamo testavimą nepalankiausiomis sąlygomis laiką ir periodiškumą.

Tokios gairės turėtų remtis Direktyvoje 2011/61/ES įtvirtintais testavimo nepalankiausiomis sąlygomis reikalavimais, taip pat tuo, kaip testavimo nepalankiausiomis sąlygomis vykdo rinkos dalyviai.

### **D rekomendacija**

Nustatomi šie **D rekomendacijos** atitikties kriterijai:

D rekomendacijos 1 dalis. KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonių prievolės teikti duomenis

Komisijos pasiūlytuose atitinkamų Sąjungos teisės aktų pakeitimuose turėtų būti numatytos prievolės teikti duomenis, apimančius valdytojo ir fondo duomenis, tuo pat metu atspindint KIPVPS ypatumus. Pateikti duomenys turėtų sudaryti pakankamas sąlygas stebėti galimas silpnąsias vietas, galinčias prisidėti prie sisteminės rizikos, ir turėtų apimti bent jau:

- a) visų KIPVPS, kuriuos valdo valdymo įmonė, valdomo turto vertę;
- b) finansines priemones, kuriomis prekiauja, ir konkrečias pozicijas;



- c) investavimo strategiją;
- d) bendrą poziciją/finansinį svertą;
- e) testavimą nepalankiausiomis sąlygomis;
- f) efektyvaus portfelio valdymo būdus;
- g) kitos sandorio šalies riziką/įkaitą;
- h) likvidumo riziką;
- i) kredito riziką; ir
- j) prekybos apimtis.

Komisija turėtų pasiūlyti, kai tinkama, suderinti bendrus duomenų teikimo reikalavimus, taikomus investiciniams fondams ir jų valdytojams, ypač rekomenduojamus KIPVPS atskaitomybės reikalavimus ir priemones, kurios jau yra įgyvendintos pagal Direktyvą 2011/61/ES. Šiuo požiūriu, Komisija taip pat turėtų atsižvelgti į duomenų teikimo reikalavimus pagal Europos Parlamento ir Tarybos reglamentą (ES) Nr. 2017/1131 dėl pinigų rinkos fondų<sup>(1)</sup>. Toks suderinimas turėtų sudaryti sąlygas naudoti esamas duomenų teikimo platformas, pasiekti sinergiją ir išvengti pernelyg didelės naštos turto valdytojams.

Be to, Komisijos pasiūlytuose Sąjungos teisės aktų pakeitimuose turėtų būti numatyta nuostata, pagal kurią tais atvejais, kai KIPVPS valdytojo ir paties KIPVPS NKI nesutampa, KIPVPS valdytojas privalo, esant prašymui, perduoti pateiktą informaciją taip pat ir KIPVPS NKI.

D rekomendacijos 2 dalis. Informaciją teikiantys KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonės ir atskaitomybės periodiškumas

Komisijos pasiūlytuose Sąjungos teisės aktų pakeitimuose turėtų būti numatyti šie reikalavimai:

- a) D rekomendacijos 1 dalyje nurodyti duomenys teikiami ne rečiau kaip kas ketvirtį, siekiant efektyviai stebėti finansinio stabilumo riziką, tuo pat metu sprendžiant proporcingumo klausimą, susijusį su subjektais, kurie turi teikti duomenis;
- b) nustatant duomenų teikimo apimtį, turėtų būti atsižvelgiama į bendrą valdymo įmonės valdomą turtą ir pavienių KIPVPS fondų valdomą turtą, tokiu būdu užtikrinant, kad duomenys teikiami apie pakankamą sektoriaus dalį, siekiant spręsti klausimą dėl finansiniam stabilumui kylančios rizikos.

D rekomendacijos 3 dalis. Suderinta atskaitomybė ir dalijimasis informacija

Komisijos pasiūlytuose atitinkamų Sąjungos teisės aktų pakeitimuose turėtų būti numatyta prievolė pateikti D rekomendacijos 1 dalyje paminėtą informaciją kitų atitinkamų valstybių narių NKI, ESMA ir ESRV, siekiant užtikrinti, kad KIPVPS duomenų teikimas būtų suderintas su dalijimosi duomenimis praktika pagal Direktyvą 2011/61/ES. Šiame kontekste Komisija taip pat turėtų atsižvelgti į duomenų teikimo reikalavimus pagal Reglamentą (ES) 2017/1131.

### **E rekomendacija**

Nustatomi šie **E rekomendacijos** atitikties kriterijai:

E rekomendacijos 1 dalis. Su svertu susijusios sisteminės rizikos vertinimas

ESMA parengtose gairėse turėtų būti numatyta:

- a) bendras būtinas rodiklių rinkinys, į kurį turi atsižvelgti NKI, atlikdamos vertinimą;
- b) nurodymai, kaip apskaičiuoti E rekomendacijos 1 dalies a punkte nurodytus rodiklius, remiantis pagal Direktyvos 2011/61/ES 24 straipsnį pateiktais duomenimis, ir
- c) rodiklių interpretavimo vertinimo sistemos kontekste kiekybiniai ir, kai įmanoma, kokybiniai aprašymai.

<sup>(1)</sup> 2017 m. birželio 14 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 2017/1131 dėl pinigų rinkos fondų (OL L 169, 2017 6 30, p. 8).

E rekomendacijos 1 dalies a punkte nurodytas bendras rodiklių rinkinys turėtų:

1. padėti vertinant svarto lygmenį, šaltinį ir įvairų jo naudojimą;
2. padėti vertinant pagrindinius kanalus, kuriais sisteminė rizika gali materializuotis, t. y. skubūs pardavimai, tiesioginio poveikio perdavimas finansų įstaigoms ir kredito tarpininkavimo sutrikdymas; ir
3. būti veiksmingas ir pakankamas, kad NKI galėtų informuoti ESMA, kai tai susiję su jos rekomendacija pagal Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnio 6 dalį ir principais, įtvirtintais Komisijos deleguotajame reglamente (ES) Nr. 231/2013<sup>(1)</sup>, ar laikomasi sąlygų nustatant svarto ribas ar kitus AIF valdymui taikomus apribojimus.

E rekomendacijos 2 dalis. Makroprudencinės svarto ribos

ESMA parengtose gairėse turėtų būti numatyta:

- a) įvairių rūšių finansinio svarto ribų aprašymas, įskaitant įvertinimą, kaip efektyviai ir veiksmingai jos gali sušvelninti pernelyg didelį finansinį svartą;
- b) principai, į kuriuos turi atsižvelgti NKI kalibruodamos finansinio svarto ribas. Šie principai turėtų apimti bent jau šiuos būtinus aspektus: i) nuostatą, kad finansinio svarto ribos turi būti grindžiamos finansinio svarto priemonėmis, įtvirtintomis Direktyvoje 2011/61/ES, ii) finansinio svarto ribų taikymo ribos, ir iii) principai, taikomi periodiškai peržiūrint finansinio svarto ribas.
- c) principai, į kuriuos turi atsižvelgti NKI sprendamos dėl finansinio svarto ribų nustatymo, turi apimti bent jau visus šiuos aspektus: i) principai, pagal kuriuos pasiekama pusiausvyra tarp ribų nustatymo, grindžiamo taisyklėmis ir taikomo savo nuožiūra; ii) principai, susiję su sąveika su kitomis politikos priemonėmis; iii) principai, taikomi koordinuojant Sąjungos institucijų veiklą.

E rekomendacijos 3 dalis. Pranešimo procedūra

ESMA parengtos gairės turėtų suteikti galimybę NKI informuoti ESMA, ESRV ir kitas atitinkamas NKI. Konkrečiai šiose gairėse turėtų būti numatyta bent jau efektyvi darbo tvarka ir pranešimo laiškų šablonai ir duomenų teikimo reikalavimai, susiję su vertinimu, kurį atlieka NKI sprendamos dėl poreikio įgyvendinti makroprudencines priemones pagal Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnio 3 dalį.

E rekomendacijos 4 dalis. Lyginimas

ESMA turėtų kasmet dalintis su nacionalinėms makrolygio rizikos ribojimo institucijomis ir ESRV:

- a) atlikto lyginimo rezultatais, jei tokie yra;
- b) praktika, susijusia su finansinio svarto ribų naudojimu ir apie kitų AIF valdymo apribojimų taikymą, naudojant informaciją, gautą iš NKI pagal Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnio 3 dalį, jei tokia praktika yra.

---

<sup>(1)</sup> 2012 m. gruodžio 19 d. Komisijos deleguotasis reglamentas (ES) Nr. 231/2013, kuriuo papildomos Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2011/61/ES nuostatos dėl išimčių, bendrųjų veiklos sąlygų, depozitoriumų, finansinio svarto, skaidrumo ir priežiūros (OL L 83, 2013 3 22, p. 1.

## II PRIEDAS

## EKONOMINIS PAGRINDIMAS IR VERTINIMAS

## TURINYS

	<i>Puslapis</i>
<b>Santrumpos</b> .....	12
<b>I. Įvadas</b> .....	13
<b>II. ESRB rekomendacija dėl investicinių fondų likvidumo ir finansinio svorto rizikos</b> .....	17
<b>II.1. A rekomendacija. Likvidumo valdymo priemonės išpirkimo atveju</b> .....	17
II.1.1. Ekonominis pagrindimas ir pageidaujamas poveikis .....	17
A rekomendacijos 1 dalis. Papildomų likvidumo valdymo priemonių (p-LVP) taikymas .....	17
A rekomendacijos 2 ir 3 dalys. Papildomos nuostatos dėl NKI ir dėl ESMA vaidmens, kai NKI inicijuotas išpirkimų stabdymas gali turėti tarpvalstybinio poveikio finansiniam stabilumui .....	21
II.1.2. Nepageidaujamas poveikis .....	22
<b>II.2. B rekomendacija. Papildomos nuostatos, skirtos sumažinti pernelyg didelių likvidumo neatitiktimų tikimybę</b> .....	22
II.2.1. Ekonominis pagrindimas ir pageidaujamas poveikis .....	22
II.2.2. Nepageidaujamas poveikis .....	30
<b>II.3. C rekomendacija. Testavimas nepalankiausiomis sąlygomis</b> .....	31
II.3.1. Ekonominis pagrindimas ir pageidaujamas poveikis .....	31
II.3.2. Nepageidaujamas poveikis .....	34
<b>II.4. D rekomendacija. KIPVPS atskaitomybė</b> .....	35
II.4.1. Ekonominis pagrindimas ir pageidaujamas poveikis .....	35
D rekomendacijos 1 dalis. KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonių prievolė teikti duomenis .....	35
D rekomendacijos 2 dalis. Informaciją teikiantys KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonės ir atskaitomybės periodiškumas .....	38
D rekomendacijos 3 dalis. Suderinta atskaitomybė ir dalijimasis informacija .....	39
II.4.2. Nepageidaujamas poveikis .....	39
<b>II. E rekomendacija. Gairės dėl Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnio</b> .....	40
II.5.1. Ekonominis pagrindimas ir pageidaujamas poveikis .....	40
E rekomendacijos 1 dalis. Su svortu susijusios sisteminės rizikos vertinimas .....	40
E rekomendacijos 2 dalis. Makroprudencinės svorto ribos .....	45
E rekomendacijos 3 dalis. Pranešimo procedūra .....	48
E rekomendacijos 4 dalis. Lyginamoji analizė .....	48
II.5.2. Nepageidaujamas poveikis .....	48
<b>Literatūros sąrašas</b> .....	49
<b>Priedėlis</b> .....	52

**Santrumpos**

<b>p-LVP</b>	papildomos likvidumo valdymo priemonės
<b>AIF</b>	alternatyvaus investavimo fondas
<b>AIFV</b>	alternatyvaus investavimo fondo valdytojas
<b>CESR</b>	Europos vertybinių popierių rinkų priežiūros institucijų komitetas ( <i>Committee of European Securities Regulators</i> )
<b>KIS</b>	kolektyvinio investavimo subjektas
<b>KP-NT</b>	komercinės paskirties nekilnojamas turtas
<b>CVPD</b>	centrinis vertybinių popierių depozitoriumas
<b>EBI</b>	Europos bankininkystės institucija
<b>ECB</b>	Europos Centrinis Bankas
<b>EEE</b>	Europos ekonominė erdvė
<b>ELTIF</b>	Europos ilgalaikių investicijų fondai ( <i>European long-term investment funds</i> )
<b>ECBS</b>	Europos centrinių bankų sistema
<b>ESMA</b>	Europos vertybinių popierių ir rinkų institucija ( <i>European Securities and Markets Authority</i> )
<b>ESRV</b>	Europos sisteminės rizikos valdyba
<b>ES</b>	Europos Sąjunga
<b>EUR</b>	euro
<b>FST</b>	Finansinio stabilumo taryba
<b>IOSCO</b>	Tarptautinė vertybinių popierių komisijų organizacija ( <i>International Organization of Securities Commissions</i> )
<b>TĮS</b>	techniniai įgyvendinimo standartai
<b>PRF</b>	pinigų rinkos fondas
<b>GTV</b>	grynoji turto vertė
<b>NKI</b>	nacionalinė kompetentinga institucija
<b>TRS</b>	techniniai reguliavimo standartai
<b>SEC</b>	JAV Vertybinių popierių ir biržų komisija ( <i>Securities and Exchange Commission</i> )
<b>KIPVPS</b>	kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektai
<b>RV</b>	rizikos vertė

Šiame priede aiškinamos Europos sisteminės rizikos valdybos (ESRV) rekomendacijos, kad jas būtų lengviau įgyvendinti ES. Kiekviena rekomendacija aptariama atskirai ir pateikiamas jos ekonominis pagrindimas bei įvertinimas, taip pat pageidaujamas ir nepageidaujamas poveikis bei galimas poveikis rinkai. Atliekant analizę daug remtasi įvairiais tyrimais ir politikos dokumentais, nacionalinės teisės aktais ir ESMA, ESRV bei IOSCO vykdytų apklausų rezultatais (pvz., dėl likvidumo valdymo priemonių prieinamumo ir naudojimosi jomis; dėl fondų finansinių svertų pagal Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2009/65/EB<sup>(1)</sup> ir Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2011/61/ES<sup>(2)</sup>; dėl fondų valdytojų taikomos testavimo nepalankiausiomis sąlygomis praktikos).

## I. Įvadas

### Struktūriniai aspektai

**Per pastaruosius kelerius metus Sąjungos investicinių fondų sektorius pastebimai išaugo.** Bendra ES investicinių fondų grynoji turto vertė daugiau negu padvigubėjo – 2008 m. buvusi 6,2 trln. eurų, 2017 m. trečiąjį ketvirtį siekė jau 15,3 trln. eurų.<sup>(3)</sup> Taip pat pažymėtina, kad per tą patį laikotarpį Europos alternatyvaus investavimo fondai išaugo daugiau negu trigubai – nuo 1,6 trln. eurų iki 5,8 trln. eurų.<sup>(4)</sup> Kadangi investicinių fondų sektorius užima vis didesnę visos finansų rinkos dalį, šio sektoriaus keliamos sisteminės rizikos valdymas tampa dar aktualesnis.

**Rinkoje susiklosčius nepalankioms sąlygoms investiciniai fondai gali griebtis įvairių nerimą keliančių veiksmų.** Investiciniai fondai yra tik vieni iš daugelio finansų rinkose veikiančių investuotojų. Kiti investuotojai – tai bankai, draudimo bendrovės, pensijų fondai, mažmeniniai investuotojai, šeimos turto valdymo subjektai, valstybės turto fondai ir įvairūs tarpininkai. Kiekvienam investuotojų tipui būdinga tam tikra elgsena. Viena iš investiciniams fondams būdingų savybių yra ta, kad jie renka lėšas iš įvairių galutinių investuotojų ir per kolektyvinio investavimo sistemą perkelia šias investicijas į rinką. Ši savybė ir tai, kad dauguma investicinių fondų yra atvirojo tipo (t. y. galutiniai investuotojai gali savo investiciją iš fondo atsiimti anksčiau, negu sueina bazinio turto terminas), reiškia, kad rinkoje susiklosčius nepalankioms sąlygoms jie gali griebtis įvairių nerimą keliančių veiksmų. Pavyzdžiui, reaguodamas į nepalankias sąlygas rinkoje ir į tai, kad tokioms sąlygoms susidarius investuotojai gali reikalauti išpirkti jų investicijas, investicinis fondas arba investicinio fondo subsektorius gali nuspręsti stambiu mastu parduoti turą mažomis kainomis, o tai reiškia, kad padėtis rinkoje gali dar labiau pablogėti, o dėl to gali padidėti finansinis nestabilumas.

**Rinkos sukrėtimų atveju investiciniai fondai linkę laikytis savo investavimo strategijos.** Išskyrus kai kuriuos AIF, investiciniai fondai paprastai turi nedidelius finansinius svertus.<sup>(5)</sup> Tokie fondai, jeigu tik nepatiria spaudimo dėl išpirkimo, yra linkę išlaikyti turą ir, krentant kainoms, netgi gali siekti pasinaudoti proga ir įsigyti daugiau turto, taip sukeldami anticiklinį poveikį.

### Rizikos šaltiniai

**Pagrindinė priežastis, dėl kurios fondai gali elgtis skirtingai ir dėl sukrėtimų rinkoje imti pardavinėti turą net ir krentant kainoms, yra netikėtai išaugusi išpirkimo paklausa.** Nors tai nėra istorinis dėsningumas, praityje būta kelių atvejų, kai rinkoje susiklosčius nepalankioms sąlygoms buvo užfiksuota didelė išpirkimo paklausa. Be to, investicinio fondo elgsena praityje nebūtinai rodo, kaip fondas elgsis ateityje. Todėl negalime būti tikri, kad tokie didelės išpirkimo paklausos atvejai ir ateityje bus pavieniai ar kartosis retai. Viena iš priežasčių, kodėl nepalankių sąlygų rinkoje metu gali išaugti išpirkimo paklausa, yra ta, kad investiciniai fondai veikia ne vien tik kaip skolintu kapitalu nepagrįstų, ilgalaikių investicijų į nuosavą kapitalą valdymo įmonės. Kartais fondais naudojasi trumpesnės trukmės tikslų turintys investuotojai. Tokių investuotojų dalis gali būti labai įvairi, priklausomai nuo kitų veiksnių poveikio rinkai. Dėl to šiame sektoriuje galima gerokai didesnė sisteminė rizika negu tuo atveju, jeigu didelės išpirkimo paklausos atvejai būtų reti ar pavieniai. Sektoriumi augant šis veiksnys tampa dar svarbesnis bendros sisteminės rizikos požymis.

<sup>(1)</sup> 2009 m. liepos 13 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva Nr. 2009/65/EB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIPVPS), derinimo (OL L 302, 2009 11 17, p. 32).

<sup>(2)</sup> 2011 m. birželio 8 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2011/61/ES dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų, kuria iš dalies keičiami direktyvos 2003/41/EB ir 2009/65/EB bei reglamentai (EB) Nr. 1060/2009 ir (ES) Nr. 1095/2010 (OL L 174, 2011 7 1, p. 1).

<sup>(3)</sup> 2017 m. gruodžio mėn. Europos fondų ir turto valdymo asociacijos pranešimas apie Europos investicinių fondų veiklos tendencijas 2017 m. trečiąjį ketvirtį (*Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017*)

<sup>(4)</sup> Pažymėtina, kad nuo 2014 m. AIF klasifikuojami pagal Direktyvoje 2011/61/ES nustatytą apibrėžtį. Nuo to laiko jų grynoji turto vertė padidėjo daugiau kaip 25 %.

<sup>(5)</sup> 2017 m. gegužės mėn. Europos sisteminės rizikos valdybos ES šešėlinės bankininkystės stebėsenos ataskaita (*ES Shadow Banking Monitor*), Nr. 2.

**Kitas svarbus sisteminės rizikos šaltinis yra tai, kad tam tikrų paskatų vedini fondai gali iškeisti likvidumą į pajamingumą arba padidinti finansinį svertą, kad išaugtų pajamingumas ir dėl to jie galėtų pritraukti investuotojų.** Kuo didesnę svertą investicinis fondas naudoja, tuo mažesnis bus jo atsparumas rinkoje susiklosčius nepalankioms sąlygoms. Be to, kuo daugiau likvidumo investicinis fondas atsisako dėl pajamingumo, tuo blogiau jis yra pasirengęs tinkamai susitvarkyti su išaugusia išpirkimo paklausa. Padėtis gali dar labiau pablogėti, jeigu toks likvidumo atsisakymas dėl pajamingumo nėra aiškus galimam investuotojui – arba todėl, kad turtas, į kurį investuota, atrodo likvidus, nors jo likvidumas nėra garantuotas, arba todėl, kad finansinis svertas paslėptas išvestinėse finansinėse priemonėse ir jo dydis nėra aiškus.

**Trečias sisteminės rizikos šaltinis yra išpirkimo mechanizmo veikimo principas.** Atvirojo tipo investicinių fondų investuotojai gali pasinaudoti vadinamuoju pradininko pranašumu, t. y. kai pirmieji investicinius vienetus prašantys išpirkti investuotojai neprisiima visų su išpirkimu pirma laiko susijusių išlaidų, tad jos tenka likusiems investicinių vienetų savininkams. Fondų valdytojams svarbus ir reputacijos klausimas, todėl jie gali būti linkę nestabdyti išpirkimų, net jeigu investuotojams tai būtų ir naudingiau, arba ieškoti pusiausvyros tarp dviejų veiksmų – suteikti likvidumo investuotojams, kurie kreipėsi dėl išpirkimo, jeigu tik fondas likvidumo dar turi, arba nuspręsti, kad susidariusios aplinkybės yra pakankamai išskirtinės, kad išpirkimų stabdymas būtų pateisinamas.

**Ketvirtas sisteminės rizikos šaltinis yra tai, kad išpirkimo mechanizmo veikimas priklauso nuo rinkos likvidumo.** Daugumos finansinių priemonių, į kurias investuoja investiciniai fondai, atveju, likvidumas tradiciškai priklausė nuo rinkos formuotojų ir skyrėsi priklausomai nuo meto ir konkrečios priemonės. Pastarojo meto pokyčiai, įskaitant sumažėjusius svyravimus, išaugusį elektroninės prekybos naudojimą, likvidumo šaltinių fragmentaciją, mažesnę tradicinių rinkos formuotojų – bankų ir finansų maklerių – turimo turto kiekį, taip pat ciklinius veiksnius, pavyzdžiui, pinigų politiką, rodo, kad likvidumo suteikimo struktūra bėgant laikui gali keistis (nors kol kas atliktais tyrimais nėra prieita vienos išvados, kad likvidumas šiuo metu yra sumažėjęs). Šie pokyčiai gali turėti įtakos tam, kiek tvirtas likvidumo suteikimas pasirodo esąs rinkoje susiklosčius nepalankioms sąlygoms. Šių likvidumo struktūros pokyčių dydį sunku prognozuoti, todėl gali būti, kad investiciniai fondai veiks turėdami mažesnę likvidumą, negu reikėtų.

**Investicinių fondų finansinio sverto, likvidumo ir išpirkimo politikos aspektai glaudžiai tarpusavyje susiję.** Jeigu finansinį svertą naudojantys investiciniai fondai, kuriems taikomos didesnės garantinės įmokos, iš kurių atsiimamos lėšos arba kuriems taikomi didesni vertės sumažinimo koeficientai, turi turto, kuris gali būti greitai paverstas grynaisiais pinigais, jie gali greitai atlikti reikiamas korekcijas. Tačiau jeigu didelį finansinį svertą naudojančiam ir mažiau likvidaus turto turinčiam fondui tenka itin anksti išpirkti vienetus arba keisti skolinimo sąlygas, jam gali tekti greitai parduoti turto mažesnio likvidumo rinkose (parduoti už mažesnę kainą), kad galėtų įvykdyti savo įsipareigojimus. Ir nors – kai taikomos garantinės įmokos – investiciniai fondai gali gebėti stabdyti išpirkimus investuotojų labui, fondui, kad išvengtų likvidavimo, vis tiek gali tekti skubiai gauti lėšų pasinaudojant skubiojo finansavimo priemonėmis ir (arba) parduodant turto, o tai gali lemti didelę sandorio šalies riziką ir turėti didelio poveikio turto kainoms.

**Centriniai bankai, rinkų ir vertybinių popierių priežiūros institucijos yra pareiškę susirūpinimą, kad dėl investicinių fondų veiklos gali didėti sisteminė rizika.** <sup>(1)</sup> FST nustatė, kad pasauliniu mastu dėl investicinių fondų likvidumo neatitikimų ir dėl finansinio sverto naudojimo fondų valdymo sektoriuje gali atsirasti svarbių struktūrinių trūkumų. FST taip pat pabrėžė, kad labai svarbu išnagrinėti ir pašalinti potencialius struktūrinius trūkumus, susijusius su likvidumo neatitikimu ir investicinių fondų naudojimu svirtu, nes tai gali kelti grėsmę finansų stabilumui. Pavyzdžiui, FST rekomenduoja institucijoms stebėti, kaip fondai taiko finansinį svertą, ir, prireikus, imtis veiksmų <sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> Žr. 2015 m. gruodžio mėn. JK centrinio banko (*Bank of England*) Finansinio stabilumo apžvalgą (*Financial Stability Report*); 2015 m. ESMA pranešimą apie tendencijas, riziką ir trūkumus (*Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, No 2.); 2016 m. gegužės mėn. ECB Finansinio stabilumo apžvalgą (*Financial Stability Review*); 2016 m. balandžio mėn. Finansinio stabilumo priežiūros tarybos Atnaujintą turto valdymo produktų ir veiklos apžvalgą (*Update on Review of Asset Management Products and Activities*); 2016 m. balandžio mėn. Vítor Constâncio kalbą apie pasidalijimą rizika ir makroprudencinę politiką ambicingoje kapitalo rinkų sąjungoje (*Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*); 2015 m. gegužės mėn. Steven Maijoor kalbą apie stabilumo rizikos finansų rinkose vertinimą (*Measuring and assessing stability risks in financial markets*); 2014 m. gruodžio mėn. Mary Jo White kalbą apie turto valdymo sektoriaus rizikos stebėsenos ir reguliavimo saugiklių stiprinimą (*Enhancing Risk Monitoring and Regulatory SAFEGuards for the Asset Management Industry*).

<sup>(2)</sup> 2017 m. sausio mėn. Finansinio stabilumo tarybos rekomendacijos dėl turto valdymo veiklos lemtų struktūrinių trūkumų šalinimo politikos (*Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*)

## Dabartiniai investicinių fondų likvidumą ir finansinį svertą reglamentuojantys teisės aktai

**Europoje investicinių fondų likvidumo ir finansinio svarto valdymą reglamentuoja Direktyvos 2009/65/EB ir 2011/61/ES.** Jos yra pagrindas, pagal kurį Europos investiciniai fondai valdo savo likvidumo ir finansinio svarto pozicijas, ir atskaitos taškas vertinant dėl investicinio fondo likvidumo neatitikimo ir finansinio svarto naudojimo kylančią sisteminę riziką.

**KIPVPS yra griežtai reguliuojami investiciniai fondai.** KIPVPS yra investiciniai fondai, kuriems leidžiama investuoti į tokį turtą kaip pinigų ir piniginio pobūdžio indėliai, obligacijos, akcijos, pinigų rinkos priemonės ir į kitus investicinius fondus (žr. 1a intarpą). KIPVPS atveju likvidumo neatitikimas teoriškai yra mažiau tikėtinas, nes jų turtu ir išpareigojimai turėtų būti prekiaujama trumpais terminais. Jie gali investuoti tik į perleidžiamus vertybinius popierius ar į kitą likvidų finansinį turtą (turto tinkamumo taisyklės išsamiau išdėstytos konkrečioje direktyvoje<sup>(1)</sup>). Jeigu yra galimybė, kad investicinio fondo veikla gali būti sustabdyta, KIPVPS, gavęs investicinių vienetų savininko prašymą, privalo išpirkti jo dalį. Tai reiškia, kad KIPVPS privalo sutikti vykdyti išpirkimus bent du kartus per mėnesį, tačiau dauguma KIPVPS išpirkimus sutinka vykdyti kasdien arba kas savaitę. Kalbant apie svertą, pasakytina, kad KIPVPS taiko teisės aktais nustatytas jo ribas. KIPVPS finansinį svertą gali naudoti tik per neužtikrinto piniginių lėšų skolinimosi sandorius, laikydamiesi „ne daugiau kaip 10 % savo turto“ ribos ir tik laikinai (žr. 1b intarpą). Tad KIPVPS, vykdydami piniginių lėšų skolinimosi ir vertybinių popierių įsigijimo finansavimo sandorius arba sandorius su išvestinėmis finansinėmis priemonėmis, gali turėti ne didesnę negu 2,1 karto jų GTV viršijantį svertą.

**AIF yra investiciniai fondai, kuriems leidžiama investuoti į panašų turtą, į kokį gali investuoti ir KIPVPS, tačiau jiems negalioja tokie griežti apribojimai, susiję su diversifikavimu, likvidumu ar svertu.** Be to, AIF gali investuoti į finansines priemones, kurios KIPVPS atveju nelaikomos tinkamu turtu, pavyzdžiui, į privatų kapitalą, rizikos kapitalą, nekilnojamąjį turtą, fizines biržos prekes ir kitą alternatyvų turtą. Tačiau atvirojo tipo AIF arba svertą naudojančių uždarąjo tipo AIF valdytojai privalo įdiegti likvidumo valdymo procedūras, pavyzdžiui, suderinti investicinio fondo investavimo strategiją, likvidumo pobūdį ir išpirkimo politiką ir nustatyti tinkamas likvidumo valdymo ribas bei testavimo nepalankiausiomis sąlygomis procedūras (žr. 1a intarpą). Reikėtų pažymėti, kad tam tikrų ribų neviršijantiems AIFV<sup>(2)</sup> gali būti netaikomi tokie patys reikalavimai, bet tokiu atveju jie gali neturėti teisės pasinaudoti prekybos leidimu (pasu) pagal Direktyvą 2011/61/ES dėl prekybos kitose Sąjungos šalyse. Kalbant apie svertą, pasakytina, kad teisės aktais nenustatytos jokios AIF taikytinos finansinio svarto ribos. AIF tik privalo pranešti, ar naudoja svertą (žr. 1b intarpą).

### 1a intarpas. Dabartiniai investicinių fondų likvidumą reglamentuojantys teisės aktai

#### Direktyva 2009/65/EB dėl KIPVPS

Prekybos dažnumas. KIPVPS privalo sudaryti sąlygas fondo investuotojams reikalauti atpirkti arba išpirkti jų investicinius vienetus. Tai reiškia, kad KIPVPS turi priimti išpirkimo paraiškas bent du kartus per mėnesį<sup>(3)</sup>, tačiau nemažai KIPVPS išpirkimo paraiškas priima kasdien arba kas savaitę<sup>(4)</sup>.

Prekybos procedūros. Direktyvoje 2009/65/EB nėra nustatyta, kokių prekybos procedūrų turi laikytis KIPVPS. Paprastai prekybos terminas paraiškoms gauti yra keletas valandų ar dienų iki vertinimo momento. Be to, pinigus už išperkamus vienetus KIPVPS paprastai moka pagal fondo dokumentuose išdėstytą atsiskaitymų tvarką – joje gali būti nustatytas trijų–penkių dienų po vertinimo momento terminas<sup>(5)</sup>. Pagal šias prekybos procedūras nustatomas laiko tarpas nuo paraiškų priėmimo termino iki pinigų už išperkamus vienetus išmokėjimo termino. Tai suteikia KIPVPS valdymo įmonei laiko prireikus parduoti investicijų ir gauti lėšų, kad galėtų atsiskaityti už išperkamus investicinius vienetus.

<sup>(1)</sup> 2007 m. kovo 19 d. Komisijos direktyva 2007/16/EB įgyvendinanti Tarybos direktyvą 85/611/EEB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIPVPS), derinimo, patikslinančios tam tikrus apibrėžimus (OL L 79, 2007 3 20, p. 11).

<sup>(2)</sup> AIFV, valdantys AIF, kurių bendra turto vertė yra mažesnė negu 100 mln. eurų, arba AIF, kurių bendra turto vertė yra mažesnė negu 500 mln. eurų ir kurie nesinaudoja svertu nuo pradinės investicijos į AIF nesuteikia išpirkimo teisių.

<sup>(3)</sup> NKI gali leisti KIPVPS tai daryti rečiau – kartą per mėnesį, „jeigu tokia išlyga nepakenks investicinių vienetų savininkų interesams“. Tačiau ne visos valstybės narės tokią galimybę numatančią nuostatą perkėlė į savo nacionalinę teisę.

<sup>(4)</sup> Žr., pvz., Direktyvos Nr. 2009/65/EB 76 straipsnį.

<sup>(5)</sup> Pastovios GTV pinigų rinkos fondai gali suteikti atsiskaitymo tą pačią dieną galimybę.

Tinkamas turtas. KIPVPS taikomos konkrečios taisyklės dėl tinkamo turto, todėl jie privalo investuoti daugiausia į likvidų turtą, pavyzdžiui, į biržos prekybos sąrašuose esančius likvidžius perleidžiamus vertybinius popierius ir pinigų rinkos priemonės, biržoje prekiaujamas išvestines finansines priemones ir bankuose laikomus indėlius, kurie grąžinami pareikalavus arba kuriuos galima atsiimti bet kuriuo metu ir kurių terminas yra ne ilgesnis negu 12 mėnesių. <sup>(1)</sup> Siekiant dar labiau paskatinti užtikrinti pakankamą likvidumą yra nustatyti kriterijai, kokiose rinkose tinkamas turtas turi būti įtrauktas į biržos sąrašus arba juo prekiaujama <sup>(2)</sup>.

Išsamus patikrinimas prieš investavimą. Prieš investuodama, KIPVPS valdymo įmonė privalo išanalizuoti, *inter alia*, investicijos įtaką KIPVPS fondo portfelio sudėčiai, likvidumui ir rizikos bei grąžos pobūdžiui. <sup>(3)</sup>

Rizikos valdymas. Vykdydama rizikos valdymo procedūras KIPVPS valdymo įmonė privalo taikyti tinkamą likvidumo rizikos valdymo procesą siekdama užtikrinti, kad kiekvienas jos valdomas KIPVPS būtų pajėgus bet kokiomis numatomomis aplinkybėmis, įskaitant ir nepalankias sąlygas, vykdyti įsipareigojimą bet kurio investicinio vieneto savininko prašymu išpirkti jo investicinius vienetus. Tam tikrais atvejais KIPVPS valdymo įmonė privalo vykdyti testavimą nepalankiausiomis sąlygomis, kuris suteikia galimybę įvertinti KIPVPS likvidumo riziką išskirtinėmis aplinkybėmis. <sup>(4)</sup>

Pasirašymų ir išpirkimų tarpusavio užskaitos. Gavęs tą pačią prekybos dieną vykdytinų investicinių vienetų pasirašymo ir išpirkimo pavedimų, KIPVPS fondas užskaito šiuos sandorius tarpusavyje – už naujai pasirašytus investicinius vienetus gautais pinigais sumoka dalį arba visą sumą už išperkamus vienetus. Dėl to fondui nebereikia parduoti (arba reikia parduoti mažiau) bazinių investicijų, kad gautų pinigų atsiskaitymui su išpirkimo paraiškas pateikusiais investuotojais.

#### Direktyva 2011/61/ES (AIFVD)

Prekybos procedūros. Kaip ir KIPVPS direktyvoje, Direktyvoje 2011/61/ES konkrečios prekybos procedūros, kurias turėtų taikyti AIF, nenustatytos. AIFV pats nustato prekybos procedūras, tinkamas jo valdomam AIF ir numatančias pakankamai daug laiko investicijoms parduoti, kad gautų investicinių vienetų išpirkimui reikalingų lėšų.

Rizikos valdymas. Direktyvos 2011/61/ES 15 straipsnio nuostatos panašios į Direktyvos 2009/65/EB nuostatas dėl išsamaus patikrinimo prieš investavimą (paaiškinta pirmiau). Pagal šio straipsnio nuostatas AIFV, vykdydamas rizikos valdymo procedūras, privalo tinkamai nustatyti, išmatuoti, valdyti ir nuolat stebėti visų rūšių riziką, susijusią su kiekviena AIF investavimo strategija, ir bendrą rizikos poveikį AIF portfeliui, tam vykdydamas ir testavimą nepalankiausiomis sąlygomis. Direktyvoje 2011/61/ES taip pat nustatyta, kad AIFV privalo užtikrinti kiekvieno jo valdomo AIF investavimo strategijos, likvidumo pobūdžio ir išpirkimo politikos suderinamumą. <sup>(5)</sup> AIFV privalo būti įdiegęs tinkamas likvidumo valdymo sistemas, kad galėtų stebėti AIF likvidumo riziką ir užtikrinti, kad AIF investicijų likvidumo pobūdis atitiktų jo įsipareigojimus. Be to, AIFV privalo reguliariai atlikti testavimą nepalankiausiomis sąlygomis esant ir įprastoms, ir išskirtinėms likvidumo sąlygoms, kad galėtų įvertinti ir stebėti AIF likvidumo riziką. <sup>(6)</sup> Šias nuostatas papildoma išsamios 2 lygio taisyklės dėl likvidumo valdymo. <sup>(7)</sup>

Pasirašymų ir išpirkimų tarpusavio užskaitos. Kaip ir KIPVPS atveju, atvirojo tipo AIFV gali tarpusavyje užskaityti pasirašymo ir išpirkimo pavedimus.

<sup>(1)</sup> Pinigų rinkos fondams (PRF), nepriklausomai nuo to, ar jie įsteigti kaip KIPVPS ar kaip AIF, taikoma daugiau konkrečių taisyklių dėl tinkamo turto (pvz., portfelio taisyklės dėl dienos ar savaitės termino turto). Žr. Reglamentą (ES) 2017/1131.

<sup>(2)</sup> Tačiau tai, kad prekyba gali būti vykdoma, likvidumo negarantuoja. Vis dėlto KIPVPS fondas gali vadovautis šiuo kriterijumi, nebent žino arba turėtų žinoti, kad esama aplinkybių, rodančių, kad konkretus turtas nėra likvidus. Tokiu atveju KIPVPS fondas privalo įvertinti vertybinio popieriaus likvidumą ir nustatyti, ar juo papildžius portfelį nesumažės viso portfelio likvidumas.

<sup>(3)</sup> Žr., pvz., 2010 m. liepos 1 d. Komisijos direktyvą 2010/43/ES, kuria įgyvendinamos Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2009/65/EB nuostatos dėl organizacinių reikalavimų, interesų konfliktų, veiklos vykdymo, rizikos valdymo ir dėl depozitoriumo ir valdymo įmonės susitarimo turinio (OL L 176, 2010 7 10, p. 42).

<sup>(4)</sup> Žr., pvz., Direktyvos 2010/43/ES 40 straipsnio 3 dalį.

<sup>(5)</sup> Žr., pvz., Direktyvos 2011/61/ES 16 straipsnio 2 dalį.

<sup>(6)</sup> Žr., pvz., Direktyvos 2011/61/ES 16 straipsnio 1 dalį.

<sup>(7)</sup> Žr., pvz., 2012 m. gruodžio 19 d. Komisijos deleguotojo reglamento (ES) Nr. 231/2013, kuriuo papildomos Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2011/61/ES nuostatos dėl išimčių, bendrųjų veiklos sąlygų, depozitoriumų, finansinio sveto, skaidrumo ir priežiūros (OL L 83, 2013 3 22, p. 1) 46–49 straipsnius.



**1b intarpas. Dabartiniai investicinių fondų finansinį svertą reglamentuojantys teisės aktai****Direktyva 2009/65/EB dėl KIPVPS**

Skolinimasis. KIPVPS gali naudoti finansinį svertą skolindamasis ne daugiau negu 10 % jo turto sudarančios sumos ir tik laikinai. Skolintis leidžiama, jeigu laikinai nėra pinigų srautų atitikimo, t. y. kai už išperkamus investicinius vienetus reikia atsiskaityti anksčiau negu KIPVPS gaus pinigų pardavęs investicijų.

Sintetinio sverto naudojimas. Kalbant apie sintetinio sverto naudojimą per išvestinių finansinių priemonių pozicijas, KIPVPS gali turėti sintetinių pozicijų (apskaičiuojamų išpareigojimų metodu), kurių vertė negali viršyti jo visos GTV. Tad KIPVPS gali ir skolintis, ir vykdyti sandorius su išvestinėmis finansinėmis priemonėmis nesukurdami didesnio negu 2,1 karto jų GTV viršijančio sverto. Pagal Direktyvą 2009/65/EB NKI gali leisti KIPVPS savo bendrą poziciją apskaičiuoti ne išpareigojimų, o rizikos vertės (RV) metodu arba pagal kitą pažangią rizikos vertinimo metodiką. Šių fondų teisė naudoti svertą yra ribojama tik netiesiogiai – ribojant fondo rinkos riziką, kaip išdėstyta CESR 3 lygio gairėse<sup>(1)</sup>. Taigi, *absoliučios* VR metodą taikančių fondų absoliuti RV negali būti didesnė negu 20 % jų GTV (bet kurių 20 dienų laikotarpi). *Santykinės* RV metodą taikančių fondų RV negali būti daugiau negu dvigubai didesnė už pagal tą RV modelį apskaičiuotą panašaus, bet finansinio sverto nenaudojančio portfelio nuostolio riziką. Svarbu pažymėti, kad svertas, kurį leidžiama naudoti taikant šiuos RV metodus, gali būti gerokai didesnis negu būtų leidžiamas pagal išpareigojimų metodą, priklausomai nuo bazinio turto vertės svyravimų. 11 Sąjungos šalių apklausos duomenimis VR metodus bendrai pozicijai apskaičiuoti taikančių KIPVPS fondų GTV gali sudaryti nuo 27 % iki 50 % viso Sąjungos KIPVPS sektoriaus GTV.

**Direktyva 2011/61/ES (AIFVD)**

Skolinimasis ir sintetinio sverto naudojimas. Teisės aktuose nėra nustatytos AIF sverto ribos. Pagal Direktyvą 2011/61/ES tokie fondai privalo tik pranešti apie sverto naudojimą. Tačiau Direktyvoje 2011/61/ES nustatyta, kad kompetentingos institucijos gali nustatyti finansinio sverto, kurį fondų valdytojai turi teisę taikyti, lygio ribas arba kitus rizikos valdymo apribojimus „siekiant apriboti mastą, kuriuo finansinio sverto naudojimas didina finansų sistemos sisteminę riziką arba sumaišties rinkose riziką“. Kol kas nė viena institucija nėra šia nuostata pasinaudojusi, nesukurta ir ES masto sistema, kuri leistų užtikrinti vienodą finansiniam svertui keliamų makroprudencinių reikalavimų įgyvendinimą.

**II. ESRB rekomendacija dėl investicinių fondų likvidumo ir finansinio sverto rizikos****II.1. A rekomendacija. Likvidumo valdymo priemonės išpirkimo atveju****II.1.1. Ekonominis pagrindimas ir pageidaujamas poveikis****A rekomendacijos 1 dalis. Papildomų likvidumo valdymo priemonių (p-LVP) taikymas****Reikėtų išplėsti Sąjungoje veikiančių investicinių fondų likvidumo valdymą reglamentuojantį teisinį pagrindą.**

Anksčiau Direktyvų 2009/65/EB ir 2011/61/ES nuostatų dėl likvidumo valdymo pakako. Tačiau investicinių fondų sektoriui išaugus ir toliau augant ir vis aktyviau vykdant likvidumo pakeitimo veiklą gali padidėti rizika finansiniam stabilumui.

**Tinkamomis likvidumo valdymo priemonėmis būtų galima sumažinti KIPVPS ir atvirojo tipo AIF likvidumo neatitikimus ir taip sumažinti riziką finansiniam stabilumui rinkoje susidarius nepalankioms sąlygoms.** Likvidumo neatitikimo problema itin aktuali atvirojo tipo fondams, nes jie leidžia dažnai teikti išpirkimo paraiškas, tačiau investuoja į turtą, kurio tam tikrais atvejais negali greitai parduoti smarkiai nesumažindami jo rinkos kainos. Daugelis atvirojo tipo fondų išpirkimo paraiškas priima kasdien, tačiau ne visi. Pagal Direktyvų 2009/65/EB ir 2011/61/ES nuostatas fondų valdytojai privalo patys nustatyti išpirkimų dažnumą (žr. 1a intarpą). Esama keletas p-LVP, galinčių padėti atvirojo tipo fondams sumažinti likvidumo riziką, nes jomis galima sumažinti galimybę rinkoje susiklosčius nepalankioms sąlygoms pasinaudoti pradininko pranašumu<sup>(2)</sup> (*ex ante*) ir neleisti susidaryti likvidumo spiralei (*ex post*).

<sup>(1)</sup> 2010 m. liepos 28 d. CESR gairės dėl KIPVPS rizikos vertinimo ir bendros pozicijos apskaičiavimo bei sandorio šalies rizikos (*Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*)

<sup>(2)</sup> Ši samprata išsamiau paaiškinta 2012 m. gruodžio 20 d. Europos sisteminės rizikos valdybos rekomendacijos ESRV/2012/1 dėl pinigų rinkos fondų (OL C 146, 2013 5 25, p. 1) II.1 skyriuje.

**Ex ante priemonėmis galima sumažinti galimybę pasinaudoti pradininko pranašumu ir sisteminę riziką.** Iš esmės šias priemones galima taikyti ir įprastinėmis, ir nepalankiomis rinkos sąlygomis. *Ex ante* priemonių, pavyzdžiui, kainų keitimo (angl. *swing pricing*) ir apsaugos nuo nuostolių mokesčio (angl. *anti-dilution levy*), paskirtis – užtikrinti sąžiningą elgesį su visais klientais, t. y. kad dėl to, jog vieni investuotojai prašo pirma laiko išpirkti jų investicinius vienetus, nenukentėtų likusieji investuotojai. Šiomis priemonėmis turėtų būti galima užtikrinti, kad investuotojai nebūtų skatinami skubėti atsiimti investicinių vienetų pirmiau už kitus, kad patirtų mažiau išlaidų. Tačiau jeigu jau investuotojai yra pasiryžę atsiimti savo investicijas, jie taip ir padarys, kad ir kokių nuostolių dėl to patirtų. Todėl šiomis priemonėmis galima tik sumažinti galimybę pasinaudoti pradininko pranašumu, tačiau jomis nebūtinai bus sumažintas spaudimas parduoti turto bazinio turto rinkose.

**Taikydami ex post priemones fondo valdytojai turėtų gebėti valdyti investicinio fondo likvidumą kontroliuodami arba apribodami išlaidas.** Paprastai tokios priemonės turėtų padėti valdytojams išvengti būtinybės gavus išpirkimo paraiškų nedelsiant parduoti turto (esamomis rinkos kainomis arba mažesnėmis). Tad jos tam tikra prasme gali veikti kaip savotiškas grandinės pertraukiklis ir gali sumažinti tikimybę, kad susidarys likvidumo spiralė. *Ex post* priemonės paprastai taikomos rinkoje susiklosčius nepalankioms sąlygoms.

**P-LVP, kurias investiciniai fondai gali taikyti ir taiko, skirtingose šalyse labai skirtingos.** Direktyvoje 2009/65/EB ir 2011/61/ES aiškiai nustatyta, kad fondo valdytojas arba NKI gali stabdyti išpirkimus, tačiau jokių kitų p-LVP jose nenumatyta. Todėl skirtingose šalyse taikomos skirtingos p-LVP, skiriasi ir jų taikymą reglamentuojančios konkrečios procedūros. Remiantis IOSCO atliktos apklausos <sup>(1)</sup>, taip pat ir neseniai ESMA atliktos Sąjungos valstybių narių apklausos <sup>(2)</sup> rezultatais, kai kuriose šalyse numatytas visas rinkinys įvairių p-LVP, įskaitant kainų keitimą ir apsaugos nuo nuostolių mokesť. Tačiau daugumoje šalių visgi numatyta mažiau priemonių.

Dažniausiai Sąjungos valstybėse narėse numatytos priemonės:

- išpirkimo mokesčiai,
- išpirkimo apribojimai,
- išpirkimas natūra,
- nelikvidaus turto izoliavimo sąskaitos (angl. *side pockets*),
- išpirkimų stabdymas.

Vienintelė visose apklausoje dalyvavusiose šalyse numatyta priemonė – išpirkimų stabdymas. Antra vieta pagal dažnumą tenka išpirkimui natūra – ši priemonė numatyta 17 valstybių narių.

**Daugumoje valstybių narių fondų valdytojai patys priima sprendimą dėl likvidumo valdymo priemonių taikymo – reguliavimo institucijų vaidmuo labai nedidelis ir jos negali nurodyti taikyti vieną ar kitą priemonę.** Fondų valdytojai neprivalo gauti reguliavimo institucijų leidimo taikyti daugumą p-LVP. Tik trijose Sąjungose valstybėse narėse reikalingas leidimas taikyti kai kurias priemones, ir tik vienoje – stabdyti išpirkimus. Tačiau likvidumo priemonės ir aplinkybės, kuriomis jos gali būti taikomos, paprastai turi būti išdėstytos investicinio fondo steigimo dokumentuose, o jie ES valstybėse narėse turi būti patvirtinti. Paprastai reguliavimo institucijos neturi teisės nurodyti taikyti vieną ar kitą priemonę. Visuotinė išimtis yra tik išpirkimų stabdymas – reguliavimo institucijos gali nurodyti stabdyti išpirkimus, siekdamas apginti viešąjį interesą, kuris apima ir finansinio stabilumo sumetimus. Kai kuriose šalyse NKI turi teisę nurodyti taikyti išpirkimo apribojimus.

**Kai kurias priemones gali taikyti tik tam tikro tipo investiciniai fondai ir (arba) jas galima taikyti tik išskirtinėmis aplinkybėmis.** Įprastinėmis aplinkybėmis taikyti p-LVP leidžiama ne visose šalyse. Kai kuriose valstybėse narėse įprastinėmis aplinkybėmis galima taikyti tik tam tikras priemones ir paprastai tik su sąlyga, kad galimybė jas taikyti numatyta fondo dokumentuose. Kitose valstybėse narėse tam tikras priemones leidžiama taikyti tik išskirtinėmis aplinkybėmis. Stabdyti išpirkimus visose valstybėse narėse leidžiama tik išskirtinėmis aplinkybėmis.

<sup>(1)</sup> IOSCO apklausa vykdta ir Sąjungos valstybėse narėse, ir ES nepriklausančiose šalyse. Šis pranešimas paremtas 11 apklausoje dalyvavusių Sąjungos valstybių narių atsakymais. Su juo galima susipažinti čia: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

<sup>(2)</sup> Daugiau informacijos pateikta A1 lentelėje priedėlyje.

**Reguliavimo institucijų rekomendacijos dėl p-LVP taikymo nevienodos ir skiriasi priklausomai nuo konkrečios priemonės.** Ne visada yra nustatytas maksimalus išpirkimų stabdymo laikotarpis, trijose valstybėse narėse apskritai nėra jokių rekomendacijų dėl išpirkimų stabdymo priemonės taikymo. Kitos p-LVP mažai kur yra aiškiai apibrėžtos, nors apskritai valstybės narės turi bendrą supratimą apie priemones. Daugumoje šalių nėra konkrečių nacionalinės teisės aktų nuostatų ar NKI rekomendacijų dėl priemonių taikymo.

**FST likvidumo neatitikimą įvardijo kaip vieną iš galimų atvirojo tipo investicinių fondų struktūrinių trūkumų ir rekomendavo užtikrinti galimybę taikyti daugiau likvidumo rizikos valdymo priemonių.** Jeigu visose valstybėse narėse būtų numatyta galimybė taikyti visą rinkinį *ex ante* ir *ex post* likvidumo valdymo priemonių, pagerėtų jų gebėjimas reaguoti iškilus sunkumams dėl likvidumo, todėl sumažėtų rizika finansiniam stabilumui. NKI ir investicinių fondų valdytojai, dalyvavę Komisijos surengtose konsultacijose, nurodė, kad norėtų, jog būtų galima taikyti daugiau likvidumo valdymo priemonių. <sup>(1)</sup>

**Esant tarpvalstybiniam poveikiui iškyla poreikis labiau suderinti reglamentavimą.** Kadangi KIPVPS ir AIF dažnai investuoja ir veikia tarpvalstybiniu lygmeniu, šalyse, kuriose atitinkami KIPVPS ir AIF įsteigti, kilusios likvidumo problemos nebūtinai tose šalyse ir lieka. Jos gali išplisti į kitas šalis ir paskatinti susidaryti likvidumo spiralei, galinčiai turėti tarpvalstybinį poveikį. Todėl visoje Sąjungoje turėtų būti numatytas vienodas rinkinys likvidumo valdymo priemonių. Jas visas įvertinę investicinių fondų valdytojai galėtų nuspręsti, kurias iš jų įtraukti į investicinio fondo steigimo dokumentus, kad galėtų sumažinti tarpvalstybinę likvidumo riziką. Visi AIF ir KIPVPS turėtų turėti galimybę rinkoje susiklosčius nepalankioms sąlygoms stabdyti išpirkimus ir tokia galimybė turėtų būti numatyta jų steigimo dokumentuose.

**Šia rekomendacija siekiama ne tik išplėsti galimų likvidumo valdymo priemonių rinkinį, bet ir supaprastinti jų taikymą.** Fondų valdytojai dėl įvairių priežasčių, pavyzdžiui, nuogaustadami dėl grėsmės reputacijai ar rizikos išplitimo, gali būti nelinkę taikyti kai kurias likvidumo valdymo priemones. Pradėjus taikyti kurią nors priemonę, neigiamų padarinių galėtų patirti kiti to paties valdytojo valdomi investiciniai fondai. Kai kada neigiamas poveikis gali būti padarytas ir kitų valdytojų valdomiems, bet panašios portfelio koncentracijos fondams. Bet jeigu fondo valdytojas nenorės p-LVP taikyti praktikoje, vien tik įtraukti jas į investicinio fondo steigimo dokumentus nepakaks, kad būtų galima veiksmingai mažinti investicinio fondo likvidumo riziką. Kad galėtų laiku pradėti taikyti p-LVP, fondų valdytojai turėtų užtikrinti būtinus darbinis pajėgumus ir parengti planus nenumatytiems atvejams. Tad kiekvieno investicinio fondo prospekte arba prieš sudarant sutartį investuotojams pateikiamoje informacijoje turėtų būti aprašytos visos steigimo dokumentuose numatytos p-LVP, nurodyta jų paskirtis ir išdėstyta, kaip jos taikomos. Taip būtų padidintas aiškumas, o investuotojai supažindinti su priemonėmis, kurios nėra dažnai taikomos.

**Rekomendacijos tikslas – paskatinti visose valstybėse narėse likvidumo valdymo priemones taikyti vienodai.** Norint užtikrinti vienodą p-LVP taikymą visose valstybėse narėse, pasiūlyme dėl teisės akto ESMA turėtų būti įpareigota parengti bendro pobūdžio gaires apie tai, kaip p-LVP turėtų būti taikomos investicinio fondo likvidumo valdymo procese, taip pat turėtų būti nustatyti skaidrumo ir atskaitomybės reikalavimai. Kad būtų galima geriau suprasti p-LVP poveikį finansiniam stabilumui, ESRV turėtų bendradarbiauti su ESMA makroprudenciniais klausimais. Fondų valdytojai turėtų pranešti NKI apie nustatytas ir pritaikytas p-LVP. Kad fondų valdytojams nebūtų užkrauta pernelyg didelė pranešimų apie reguliariai arba nuolat taikomas p-LVP teikimo našta, pranešti reikėtų tik apie nepalankiomis rinkos sąlygomis taikytas p-LVP.

**Ex ante likvidumo valdymo priemonės galėtų būti taikomos norint sumažinti sisteminę riziką ir jos poveikį, o ex post likvidumo valdymo priemonės – rinkoje susiklosčius nepalankioms sąlygoms, kai investicinis fondas patiria didelių išlaidų.** Tad abiejų tipų priemonės padėtų mažinti riziką finansiniam stabilumui, kylančią dėl investicinių fondų likvidumo neatitikimo. Todėl rekomenduojama užtikrinti, kad Sąjungos lygmeniu būtų galima taikyti abiejų tipų priemones. 2 intarpe konkrečios priemonės aprašytos išsamiau. Kai kurios priemonės nebūtinai yra būtinos arba tinkamos visiems atvirojo tipo investiciniams fondams.

<sup>(1)</sup> Konsultacijos dėl kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektų (KIPVPS) – produktų taisyklių, likvidumo valdymo, depozitoriumų, pinigų rinkos fondų ir ilgalaikių investicijų (*Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments*), žr. [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm).

## 2 intarpas. Likvidumo valdymo priemonės

### **Ex ante/mišrios<sup>(1)</sup> likvidumo valdymo priemonės<sup>(2)</sup>**

**Kainų keitimas: ši priemonė skirta apsaugoti esamus investicinio fondo akcininkus nuo kitų investuotojų vykdomų sandorių neigiamo poveikio kainoms.** Taikant šią priemonę koreguojama investicinio fondo akcijų kaina siekiant kažkiek kompensuoti fondo sandorių kaštus, kuriuos lemia investuotojų veikla.<sup>(3)</sup> Praktikoje tai reiškia, kad didelių išlaidų (įplaukų) atveju investicinio fondo GTV mažinama (didinama), kad sandorių kaštus dengtų akcijas įsigyjantys arba parduodantys, o ne esami investuotojai. Tokie kainų pakeitimai – jeigu tik investuotojai juos supranta – turėtų skatinti investuotojus koreguoti savo sprendimus dėl išpirkimo ar naujų vienetų pasirašymo tokia linkme, kad fondo gryniesi srautai stabilizuotųsi. Gali būti keičiamos visų naujai pasirašomų ir išperkamų vienetų kainos (absoliutus kainų keitimas) arba tik tam tikrą ribą peržengusių naujai pasirašomų ir išperkamų vienetų kainos (dalinis kainų keitimas). Kai taikomas dalinis kainų keitimas, turi būti nustatyta keitimo riba – kai tik grynosios išlaidos ją viršija, investicinio fondo GTV mažinama, ir atvirkščiai. Ribos gali būti kintamos, kad jas būtų galima koreguoti pagal rinkos/likvidumo padėtį ir taip riboti investuotojų optimalumo paieškos veiksmus (pvz., neleisti, kad investuotojai nuspėtų, jog bus taikoma kainų keitimo priemonė, ir imtųsi atitinkamų veiksmų). Kai taikoma absoliutaus kainų keitimo priemonė, GTV koreguojama nuolat, priklausomai nuo to, ar grynasis rezultatas yra išlaidos, ar įplaukos. Kainų keitimo priemone galima veiksmingai paveikti investuotojų sprendimus dėl išpirkimo ir pasirašymo, stabilizuoti fondo grąžą ir sumažinti tikimybę, kad bus pasinaudota pradininko pranašumu ir kad dėl to reikės skubiai parduoti turto. Tačiau jeigu investuotojai yra pasiryžę išeiti iš fondo, jie taip ir padarys, net jeigu dėl pakeistų kainų patirtų nuostolį. Kadangi GTV gali būti daugiau nei viena, kainų keitimo priemonę taikyti gali būti gana sudėtinga ir brangu, o mažesniems investiciniams fondams apskritai gali būti nepraktiška ją taikyti.

**Panaši priemonė yra apsaugos nuo nuostolių mokestis, t. y. kai investuotojai, pasirašydami investicinio fondo akcijas arba prašydami jas išpirkti, investiciniam fondui sumoka papildomą sumą.** Pasirašymai ir išpirkimai gali turėti poveikio investicinio fondo vertei. Taip dažniausiai nutinka, kai investicinio fondo akcijos nėra tiesiog perleidžiamos iš tam tikrą akcijų kiekį parduodančių investuotojų tokių patį kiekį akcijų įsigyjantiems investuotojams, bet kai perkamų ir parduodamų akcijų kiekis nesutampa ir fondo valdytojui tenka įsigyti arba parduoti bazinio turto. Tokiu atveju patiriama išlaidų (sandorio mokesčiai, su tuo susiję valstybiniai mokesčiai ir likvidumo kaštai), o jos turi poveikio investicinio fondo GTV ir gali lemti nuostolį. Apsaugos nuo nuostolių mokestis ir skirtas šioms prekybos išlaidoms padengti.

**Kainų keitimas ir apsaugos nuo nuostolių mokestis panaikina paskatas imtis prociklinių veiksmų, bet tik pirmoji priemonė skatina anticiklinius veiksmus.** Kitaip nei kainų keitimas, apsaugos nuo nuostolių mokestis neskatina investuotojų veikti anticikliška (t. y. pasirašyti naujų investicinių vienetų padidėjusios išpirkimo paklauso metu), nes tokiu atveju investuotojai negauna naudos dėl palankesnių (pritaikius kainų keitimo priemonę) pardavimo ar išpirkimo kainų. Nei dėl apsaugos nuo nuostolių mokesčio, nei dėl kainų keitimo investicinis fondas papildomų išlaidų nepatiria – keičiasi tik tai, kaip išlaidų našta paskirstoma investuotojams.

### **Ex post likvidumo valdymo priemonės**

**Išpirkimo apribojimai (išpirkimo atidėjimas) – išpirkimas atidedamas vėlesniam laikui.** Išpirkimo apribojimai – tai laikinas akcininkų teisės reikalauti išpirkti akcijas atidėjimas. Atidėjimas gali būti absoliutus, t. y. investuotojų akcijos neišperkamos visai, arba dalinis, t. y. išperkama tik tam tikra dalis akcijų. Išpirkimas gali būti ribojamas ir tokiu būdu, kad kai paraiškų išpirkti akcijas gaunama daugiau negu tam tikra riba (pavyzdžiui, 10 % kasdienę ar savaitinę prekybą vykdančio investicinio fondo GTV), fondo valdymo įmonė gali nuspręsti visas tą ribą perkopus gautas išpirkimo

<sup>(1)</sup> Kadangi GTV korekcijos gali būti atliekamos *ex post*, šios priemonės gali būti laikomos mišriomis, t. y. jos numatomos *ex ante*, bet aktyvuojamos *ex post*.

<sup>(2)</sup> Dar viena iš pagrindinių likvidumo valdymo priemonių yra testavimas nepalankiausiomis sąlygomis. Tai yra likvidumo valdymo praktikos testavimas keliant hipotezę, kad susiklostė itin nepalankios aplinkybės, dėl kurių fondai gali patirti didelių likvidumo problemų. Kadangi testavimo nepalankiausiomis sąlygomis klausimu parengta atskira rekomendacija (žr. C rekomendaciją), ši priemonė šiame interpe neapartariama.

<sup>(3)</sup> Kainų keitimas – tai vienos kainos fondų (angl. *single-priced funds*) taikoma priemonė; dviejų kainų fondai (angl. *dual-priced funds*) turi panašius mechanizmus, leidžiančius fondo valdytojui nuspręsti, kokią prekybos kainą nustatyti diapazone tarp investicinio vieneto pasirašymo ir išpirkimo kainų, kad fondo sandorių kaštus padengtų vienetus įsigyjantys arba parduodantys investuotojai.

paraiškas perkelti į kitą prekybos laikotarpį. Rinkoje susiklosčius nepalankioms sąlygoms, išpirkimo apribojimai suteikia fondų valdytojams daugiau laiko ir lankstumo patenkinti investuotojų pateiktas išpirkimo paraiškas ir užtikrinti tvarkingą bazinio turto pardavimą. Taip gali būti sumažinta skubių pardavimų rizika.

**Išpirkimas natūra išlaisvina fondo valdytoją, gavusį daug išpirkimo paraiškų, nuo būtinybės parduoti daug turto.** Fondo valdytojas gali nuspręsti išpirkimo paraiškas patenkinti su investuotojais atsiskaitydamas ne pinigais, o vertybiniais popieriais. Neplanuotas turto pardavimas stambiu mastu gali padaryti didelį poveikį rinkai, todėl išpirkimas natūra gali apsaugoti investiciniame fonde liekančius investuotojus nuo didelių pardavimo išlaidų, kurios pardavimo atveju būtų patirtos. Ši priemonė gali būti tinkama institucinių investuotojų pateiktoms išpirkimo paraiškoms patenkinti. Mažmeninių investuotojų atveju ši priemonė paprastai tinka mažiau, nes gali būti neįmanoma už išperkamas pavienes investicinio fondo akcijas atsiskaityti natūra arba tai pareikalautų didelių veiklos išlaidų arba pakenktų reputacijai. Nors investuotojai turta, kurį gavo už išpirktus investicinius vienetus, gali parduoti lygiai taip pat kaip ir fondo valdytojai, visos tokio pardavimo išlaidos tektų tik jiems, o ne būtų paskirstytos visiems investicinio fondo investuotojams. Tačiau poveikis rinkai (todėl ir finansiniam stabilumui) būtų toks pats, nepriklausomai nuo to, ar bazinį turta parduotų patys investuotojai, ar investicinis fondas.

**Nelikvidaus turto izoliavimo sąskaitos leidžia nelikvidžias investicinio fondo investicijas atskirti nuo likusių likvidžių investicijų.** Ši priemonė tu du privalumus. Pirma, investuotojai, kuriems prireikia likvidumo, gali į grynuosius iškeisti likvidžiąją savo investicijos investiciniame fonde dalį, patirdami, greičiausiai, tik nedidelių pardavimo išlaidų. Antra, tokiu būdu apsaugomi investiciniame fonde norinčių likti investuotojų interesai, nes didelės išpirkimo paklausos atveju fondo valdytojas nėra priverstas parduoti turto už rinkos arba mažesnes kainas. Tad nelikvidaus turto izoliavimo sąskaitos yra itin tinkama priemonė, kai investuotojų interesai skirtingi, t. y. kai vieni nori išlaikyti savo investicijas fonde, o kiti – jų atsisakyti. Taisyklės, kokios aplinkybėmis šią priemonę galima taikyti, skirtingose valstybėse narėse skiriasi.

**Išpėjimo laikotarpis suteikia fondų valdytojams galimybę lanksčiau valdyti likvidumą.** Išpėjimo laikotarpis – tai laikas, per kurį investuotojas privalo iš anksto pranešti fondų valdytojui apie ketinimą atsiimti savo investiciją. Dažnai išpėjimo laikotarpis jau būna numatytas investicinio fondo steigimo dokumentuose. Jis skirtas tam, kad fondų valdytojai turėtų daugiau laiko išpirkimo paraiškoms patenkinti ir nebūti priversti tuoj pat parduoti turto už mažesnę kainą.

**Išpirkimų stabdymas – kraštutinė priemonė kilus likvidumo krizei.** Iškilus finansiniams sunkumams išpirkimų stabdymas fondų valdytojams suteikia daugiau laiko, kad galėtų tvarkingai parduoti turto. Užuot turėdami priimti skubotus sprendimus ir turto parduoti už bet kokią kainą, fondų valdytojai turi daugiau laiko optimaliam sprendimui rasti. Be to, per šį papildomą laiką fondų valdytojai ir priežiūros institucijos gali geriau informuoti investuotojus apie sunkumų priežastis ir taip galbūt užkirsti kelią panikai. Todėl išpirkimų stabdymą daugelis laiko svarbia masinio išpirkimo kilus krizei valdymo priemone. Tačiau dėl stabdymo investuotojai, negalėdami iškeisti savo investicijų į pinigines lėšas, gali patirti didelių gerovės išlaidų našta. Be to, kai kas nuogaštuoja, kad labiau išprusę investuotojai gali nuspėti, kad išpirkimai bus stabdomi, ir skubėti pirmiau už kitus atsiimti savo investicijas, taip netgi sukeldami masinį investicijų atsiėmimą (o tai yra priešingas rezultatas, negu šia priemone siekiama, t. y. sumažinti tikimybę, kad bus pasinaudota pradininko pranašumu).

## **A rekomendacijos 2 ir 3 dalys. Papildomos nuostatos dėl NKI ir dėl ESMA vaidmens, kai NKI inicijuotas išpirkimų stabdymas gali turėti tarpvalstybinio poveikio finansiniam stabilumui**

**Išpirkimų stabdymas – vienintelė visose valstybėse narėse numatyta priemonė.** Iš esmės teisė ir pareiga priimti sprendimą stabdyti išpirkimus pirmiausia priklauso fondo valdytojui (žr. 2 intarpą). Tačiau NKI taip pat gali nurodyti tiek KIPVPS, tiek AIF stabdyti išpirkimus, jeigu tai apsaugotų investicinių vienetų savininkų arba visuomenės interesus.

**Fondų valdytojai gali nestabdyti išpirkimų, jeigu jiems nepavyktų suvaldyti didelės išpirkimo paklausos padarinių visos finansų sistemos stabilumui.** Masinio investicijų atsiėmimo iš vieno vienintelio investicinio fondo pakaktų, kad tarp investuotojų kiltų visuotinė panika ir jie pultų masiškai atsiimti investicijas ir iš kitų fondų. Tokiu atveju investiciniams fondams gali kilti ir rimtų likvidumo problemų, tad jie gali būti priversti parduoti daug turto. Jeigu tokių sunkumų ištikti investiciniai fondai yra dideli palyginti su visa rinka ar sektoriumi, gali pradėti smarkiai kristi turto kainos ir susidaryti kainų mažėjimo spiralė. Todėl bendram finansiniam stabilumui išsaugoti labai svarbu užtikrinti masinio investicijų atsiėmimo ir jo sąlygotų skubių turto pardavimų stambiu mastu prevenciją.

**Fondų valdytojai gali būti linkę nestabdyti išpirkimų vengdami rizikos reputacijai.** Galimas neigiamas poveikis fondo valdytojo reputacijai yra viena didžiausių kliūčių taikyti išpirkimų stabdymo priemonę. Poreikis stabdyti išpirkimus gali būti greitai suprastas kaip fondo valdytojo nesugebėjimas tinkamai valdyti likvidumą, tad investuotojai gali ilgam prarasti pasitikėjimą fondo valdytojo profesionalumu. Dėl šios priežasties fondų valdytojai gali būti nelinkę stabdyti išpirkimų, net jeigu stabdymas atitiktų kolektyvinius visų investicinio fondo investuotojų interesus. Kai kuriais kitais atvejais fondų valdytojai gali nuspręsti nestabdyti išpirkimų manydami, kad stabdymas nebūtų geriausia išeitis jų investicinių fondų investuotojų interesų požiūriu. Tokiais atvejais, kai fondų valdytojai išpirkimų nestabdo, bet makroprudenciniu požiūriu juos stabdyti būtina, NKI turėtų pasinaudoti savo teise pareikalauti stabdyti išpirkimus.

**Kad Sąjungos paso mechanizmas tinkamai veiktų, būtina aiškiai paskirstyti NKI funkcijas ir atsakomybę išpirkimų stabdymo klausimu.** Paso mechanizmas reiškia, kad AIF valdytojams ir KIPVPS valdymo įmonėms leidžiama investicinius vienetus ir akcijas parduoti investuotojams iš kitų EEE priklausančių šalių. Pasas taip pat leidžia šių investicinių fondų valdytojams kitose šalyse vykdyti valdymo funkcijas. Kai investicinis fondas įsteigtas vienoje valstybėje narėje, o AIF valdytojas arba KIPVPS valdymo įmonė įsikūrę kitoje, gali būti neaišku, kurios šalies NKI yra atsakinga už išpirkimų stabdymo valdymą arba kada ji turėtų įsikišti ir pasinaudoti savo įgaliojimais nurodyti stabdyti išpirkimus. Jeigu atsakomybė nėra aiškiai nustatyta, gali būti nepakankamai arba per vėlai reaguojama nepalankiomis ir sparčiai besikeičiančiomis rinkos sąlygomis. Todėl jeigu atsakomybė paskirstyta kelioms institucijoms ir (arba) priskirta mažiau informuotai institucijai, gali kilti nepageidaujamų neigiamų padarinių. Siekiant to išvengti, Komisijai rekomenduojama atitinkamuose Sąjungos teisės aktuose aiškiai išdėstyti atitinkamų NKI funkcijas ir atsakomybę.

**ESMA ir ESRV turėtų būti iš anksto informuojamos apie atsakingos institucijos ketinimą pasinaudoti savo įgaliojimais nurodyti stabdyti išpirkimus, jeigu stabdymas gali turėti tarpvalstybinį poveikį finansiniam stabilumui.** Kadangi paso mechanizmas leidžia fondo vienetais prekiauti tarpvalstybiniu lygmeniu, t. y. visoje EEE, išpirkimų stabdymas gali turėti tiesioginio neigiamo poveikio kitų šalių investuotojams ir rinkoms. Todėl nurodymas stabdyti tam tikro investicinio fondo išpirkimus gali sukelti padarinių kitų šalių finansų rinkoms ir investuotojų pasitikėjimui. Jeigu atitinkamos institucijos nebus informuojamos, tokia rinkos reakcija gali užklupti netikėtai ir sutrukdyti imtis reikiamų reguliavimo priemonių. Kad būtų galima sumažinti galimą riziką finansiniam stabilumui, Komisijai rekomenduojama atitinkamuose Sąjungose teisės aktuose nustatyti prievolę iš anksto informuoti atitinkamas institucijas. Be to, ši prievolė turėtų būti suformuluota taip, kad neatimtų galimybės NKI nedelsiant imtis veiksmų kilus krizei.

**ESMA turėtų siekti teikti pagalbą NKI ir atlikti patariamąjį ir koordinavimo vaidmenį NKI nusprendus pasinaudoti savo įgaliojimais stabdyti išpirkimus tais atvejais, kai tai turi tarpvalstybinį poveikį finansiniam stabilumui.** Atsižvelgdama ir į nacionalinę specifiką, ESMA turėtų atlikti patariamąjį ir koordinavimo vaidmenį, kad visoms NKI būtų sudarytos vienodos sąlygos pasinaudoti savo įgaliojimais stabdyti išpirkimus siekiant sumažinti riziką finansiniam stabilumui. Viena iš funkcijų, kurias ESMA turėtų vykdyti atlikdama koordinavimo vaidmenį, yra orientuoti NKI dėl bendrų praktinių aspektų, į kuriuos NKI turėtų atsižvelgti pasinaudodamos savo įgaliojimais stabdyti išpirkimus. Be to, šiuo metu nėra vienodos ir tikslios viešojo intereso apibrėžties. ESMA turėtų siekti, kad visos NKI vienodai suprastų, kaip atitinkamos Direktyvų 2009/65/EB ir 2011/61/ES nuostatos siejasi su finansiniu stabilumu ir sisteminė rizika, kartu užtikrindamos, kad reguliavimo institucijų veiksmai nebūtų nuspėjami ir dėl to nekiltų moralinė rizika. Tokiomis nuostatomis būtų ne tik labiau suvienodinta išpirkimų stabdymo tvarka, bet ir būtų priartėta prie pripažinimo, kad išpirkimų stabdymas yra viena iš veiksmingų rizikos finansiniam stabilumui mažinimo priemonių.

### II.1.2. Nepageidaujamas poveikis

**Esama rizikos, kad šią sritį išmanantys instituciniai investuotojai gali nuspėti, kad bus pradėta taikyti kuri nors priemonė.** Dėl to pageidaujamas priemonės poveikis gali būti mažesnis arba netgi priešingas, nes investuotojai mėgintų imtis veiksmų dar prieš tai, kai priemonė bus faktiškai pradėta taikyti. Tam tikromis aplinkybėmis nuspėjimas, kad priemonė bus pradėta taikyti, gali paskatinti investuotojus masiškai atsiimti investicijas, todėl gali susidaryti likvidumo spirale. Dėl šios priežasties gairėse neturėtų būti pateikiama kokių nors automatinių priemonių taikymo ar kategoriškų taisyklių.

**Likvidumo valdymo priemonės gali būti naudingos nepalankioms sąlygoms rinkoje užsitęsus.** Priklausomai nuo rinkoje susiklosčiusios padėties, gali būti, kad *ex post* priemonėmis likvidumo problema bus tik nutolinama, nes jomis išpirkimai tik atidedami iki tam tikro nustatyto laiko (pavyzdžiui, išpirkimo apribojimais). Nepalankioms rinkos sąlygoms užsitęsus jos nepadės išspręsti problemos, todėl jos negali pakeisti struktūrinių priemonių, pavyzdžiui, priemonių, skirtų pernelyg dideliems likvidumo neatitikimams mažinti.

## II.2. B rekomendacija. Papildomos nuostatos, skirtos sumažinti pernelyg didelių likvidumo neatitikimų tikimybę

### II.2.1. Ekonominis pagrindimas ir pageidaujamas poveikis

**Tai, kad investiciniai fondai valdo turtą, kuriam iš esmės būdingas mažesnis likvidumas, nereiškia, kad tikrai kils rizika finansiniam stabilumui.** Kai leidžiama investuoti į įvairių klasių turtą, padidėja rinkos efektyvumas, nes atsiranda daugiau investavimo galimybių ir gerėja turto emitentų galimybės pritraukti finansavimą. Vertinant

ekonominės politikos požiūriu, kai investiciniams fondams leidžiama investuoti į tokių klasių turta, kuriuo ne taip aktyviai prekiaujama rinkoje, pavyzdžiui, į privatų kapitalą, nereitinguojamas įmonių obligacijas ar paskolas, didėja ekonomikos finansavimo šaltinių įvairovė. Tai atitinka didėjantį investuotojų norą ilgesnį laiką dirbus mažo pajamingumo sąlygomis ieškoti daugiau investavimo galimybių.

**Rizika finansiniam stabilumui kyla tada, kai tokio turto likvidumas smarkiai neatitinka pagal fondo išpirkimo politiką investuotojams reikiamo suteikti likvidumo.** Jeigu investicinis fondas yra investavęs į likvidų turta, išpirkimai turėtų įtakos rinkos kainoms tik tuo atveju, jeigu jų paklausa būtų didelė, tačiau būtinybė (jeigu fondo veikla gali būti stabdoma) parduoti kad ir nedidelę dalį mažiau likvidaus turto gali greitai sukelti ir smarkiai paastrinti rinkos sunkumą. Dažna išpirkimo galimybė itin problematiškas dalykas, jeigu investuotojai pervertina investicinio fondo, į kurį jie investavo, turimo turto likvidumą. Tai gali paskatinti, pavyzdžiui, svirtą naudojančius investuotojus vykdyti priverstinius pardavimus.

**Užtikrinus, kad atvirojo tipo investicinių fondų išpirkimo politika būtų struktūriškai suderinta su jo turto likvidumo profiliu, turėtų sumažėti su skubiais pardavimais susijusi rizika.** Į mažiau likvidų turta daug investavę valdytojai turi keletą galimų sprendimo būdų. Turto dalyje, pavyzdžiui, galima nustatyti mažiau likvidaus turto ribą, t. y. kokią dalį turto, į kurį valdytojas investuoja, gali sudaryti mažiau likvidus turtas. Taip padidėtų fondo valdytojo gebėjimas išpirkti vienetus net ir nepalankiomis rinkos sąlygomis. Užtikrinus pakankamą likvidaus turto lygį sumažėtų rizika, kad bus pasinaudota pradininko pranašumu ir kad iš fondų bus imta masiškai atsiiminėti investicijas. Pavienio fondo lygmeniu išsprendus pernelyg didelių likvidumo neatitikimų problemą sumažėtų kolektyvinio pardavimo mastai ir skubių pardavimų rizika. Galiausiai sumažėtų ir sisteminės svarbos incidentų tikimybė bei sunkumas.

**Padidinus investicinio fondo gebėjimą nepalankiomis rinkos sąlygomis tenkinti išpirkimo prašymus sumažėtų išpirkimų stabdymo tikimybė.** Padidinus investicinių fondų struktūrinį atsparumą būtų galima išvengti pernelyg dažno p-LVP taikymo, nes žiniasklaidoje vis pasirodo komentarų apie galimą nepageidaujamą pačios stabdymo priemonės poveikį<sup>(1)</sup>.

**Įsipareigojimų dalyje valdytojai galėtų įdiegti išpirkimo politiką ir sumažinti investicinio fondo išpirkimų dažnumą ir (arba) vienetus iš investicinio fondo norintiems atsiimti investuotojams nustatyti įspėjimo laikotarpį.** Esant neįprastai dideliame išpirkimo išlaidų srautui, išpirkimų ribojimas suteiktų fondo valdytojui daugiau laiko, kad jis galėtų parduoti turto ir patenkinti išpirkimo paraiškas. Daugiau laiko turėtų ir rinka – per ją galėtų rasti būdą, kaip pašalinti tokią padėtį lėmusias priežastis, arba priežastys pačios ilgainiui išnyktų (kaip buvo, pavyzdžiui, JK nekilnojamojo turto fondų atveju). Kai kuriais atvejais tam tikru mastu galėtų įsikišti ir institucijos, padėdamos bent jau artimiausiu metu sušvelninti nepalankias sąlygas. Jeigu būtų nustatyti įspėjimo laikotarpiai, investuotojai, iš anksto žinodami galimas išpirkimo dienas, galėtų kažkiek planuoti savo pačių likvidumo pozicijas, o išpirkimų stabdymo atveju to daryti negalėtų.

**Nekilnojamojo turto fondai yra vieni iš tų fondų, kuriuose likvidumo neatitikimai gali būti itin dideli.** Nekilnojamojo turto fondai paprastai investuoja į mažiau likvidų bazinį turta, tad, jeigu jie yra atvirojo tipo, dažniau susiduria su didelių likvidumo neatitikimų problema. Kai esama likvidumo neatitikimų ir kartu naudojamas svirtas, gali kilti sisteminė rizika. Kadangi tokie investiciniai fondai likvidaus turto turi nedaug, kad galėtų patenkinti visas išpirkimo paraiškas, investuotojai gali pasinaudoti pradininko pranašumu ir taip sukelti masinį investicijų atsiėmimą. Jeigu fondas naudoja svirtą, fondo valdytojas, norėdamas patenkinti išpirkimo paraiškas, gali būti priverstas parduoti didesnę dalį portfelio, o tai gali turėti poveikio turto kainoms. Galiausiai dėl tokių investicinių fondų rizika gali padidėti ir pasklisti po visą finansų sistemą.<sup>(2)</sup> JK nekilnojamojo turto fondų atveju išpirkimų stabdymas padėjo išvengti visuotinio skubaus komercinės paskirties nekilnojamojo turto (KP-NT) pardavimo po JK referendumo dėl narystės Europos Sąjungoje (žr. 3 intarpą). Tačiau, pasak JK centrinio banko, priežastinis trūkumas nepašalintas ir gali iškilti į paviršių, jeigu investicinių fondų turto ir įsipareigojimų likvidumo neatitikimai išliks. Jeigu ateityje KP-NT rinka patirtų sukrėtimų, jie galėtų sukelti išstisus išpirkimų, stabdymų ir pardavimų mažesnėmis kainomis ciklus.

<sup>(1)</sup> Žr. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brex-it-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> arba <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>. Čia pateikiama keletas pastaruoju metu JK nekilnojamojo turto fondų rinkose įvykusių pokyčių nepageidaujamų padarinių pavyzdžių.

<sup>(2)</sup> 2016 m. lapkričio mėn. JK centrinio banko Finansinio stabilumo apžvalga (*Financial Stability Report*)

### 3 intarpas. Nekilnojamojo turto fondai. JK nekilnojamojo turto fondų atvejis

**Sąjungos nekilnojamojo turto fondai pasižymi skirtingomis savybėmis.** Paprastai nekilnojamojo turto fondai investuoja į mažiau likvidų turtą, pavyzdžiui, nekilnojamąjį turtą, nuosavybės teises ir nekilnojamojo turto bendrovių nuosavybę. Kai kuriose šalyse leidžiama steigti tik uždarojo tipo nekilnojamojo turto fondus. Tokių fondų investuotojų vienetai gali būti išperkami tik iš anksto nustatytais dienomis ir paprastai tik suėjus investicinio fondo veiklos pabaigos terminui. Kitose šalyse investicinių fondų taisyklėse ir atvirojo tipo fondų vienetų platinimo dokumentuose investuotojams suteikiama teisė išpirkimo paraiškas teikti dažniau. Tai gali lemti didelio masto likvidumo keitimo operacijas, ypač jeigu tokie investiciniai fondai išpirkimo paraiškas priima kartą per savaitę arba kasdien.

**Kokių neramumų gali kilti dėl nekilnojamojo turto fondų iliustruoja įvykiai Jungtinėje Karalystėje po 2016 m. birželio 23 d. referendumo dėl narystės ES.** Nuo 2016 m. liepos iki gruodžio mėn. keletas iš devyniolikos Jungtinėje Karalystėje veiklos leidimus turinčių kolektyvinio investavimo subjektų (KIS) <sup>(1)</sup>, investavusių į nekilnojamąjį turtą, taikė vienokią ar kitokią likvidumo valdymo priemonę. Dar prieš aštuonis mėnesius iki referendumo JK nekilnojamojo turto rinkoje pradėjo kristi kainos ir investicinius fondus užplūdo išpirkimo paraiškos, o nubalsavus išstoti iš ES išpirkimo paklausa dar labiau išaugo. Apie 15 investicinių fondų, prekybą vykdančių kasdien, gavo išpirkimų paraiškų, kurių bendra vertė sudarė 4,1 % GTV, o vienas fondas – net 8 % GTV. Tuo pačiu metu dešimt investicinių fondų atliko įkainavimo tikrąja verte (angl. *fair value pricing*, *FVP*) korekcijas nuo 4 % iki 15 %.

**Sunkumų patyrę investiciniai fondai ėmėsi skirtingos likvidumo valdymo priemonių taikymo strategijos.** Pirmąją liepos savaitę šeši kasdien prekybą vykdančios investiciniai fondai, kurių bendra vertė sudarė apie 14,6 mlrd. GBP, sustabdė išpirkimus (trys iš jų atliko ir FVP korekcijas). Vienas investicinis fondas atnaujino prekybą įvedęs apsaugos nuo nuostolių mokestį, kurį nustatė pagal tai, kiek reikia sumažinti turto kainą, kad jį būtų galima greitai parduoti. Kitų fondų valdytojai sustabdė savo fondų veiklą iki kol nuspręs, kad atsirado pakankamai aiškumo dėl turto vertinimo. Pagal JK Finansinių paslaugų priežiūros institucijos (*Financial Conduct Authority*, *FCA*) nustatytas taisykles fondų valdytojai privalo bent kas 28 dienas peržiūrėti, ar tebėra pagrindas stabdymui, tačiau maksimalus sustabdymo laikotarpis taisyklėse nėra nustatytas.

**Nuo liepos vidurio išpirkimo paklausa pradėjo mažėti. Investiciniai fondai, kurie buvo sustabdę išpirkimus, pamažu vėl pradėjo prekybą. Paskutinis iš jų prekybą atnaujino gruodžio viduryje.** Tie investiciniai fondai, kurie išpirkimo paraiškas tenkina kartą per mėnesį arba kartą per ketvirtį, išpirkimų paraiškų gavo ne daugiau negu įprastai arba sugebėjo užsitikrinti, kad turėtų pakankamai piniginių lėšų arba kitokio likvidaus turto išpirkimo paklausai patenkinti.

**Visa ši situacija turėjo poveikio kai kuriems per investicinius vienetus susijusiems investiciniams fondams, bet sunkumai į kitas turto klases neišplito.** Prekybos stabdymas turėjo poveikio kai kuriems per investicinius vienetus susijusiems investiciniams fondams, kurie investavo į KIS, todėl įgijo su nekilnojamoju turtu, kaip turto klase, susijusių pozicijų. 59 iš tokių investicinių fondų, kurių bendra valdomo turto vertė sudarė 2 mlrd. GBP, buvo investavę į prekybą sustabdžiusius KIS. Kai kuriais atvejais dėl to sumažėjo jų gebėjimas vykdyti savo nesutartinius įsipareigojimus, pavyzdžiui, atlikti galutinius atsiskaitymus nutraukus ar perleidus sutartis, tačiau jų gebėjimas mokėti išmokas suėjus terminui arba apdraustam asmeniui mirus nenukentėjo.

**Savo 2016 m. liepos mėn. Finansinio stabilumo apžvalgoje <sup>(2)</sup> JK centrinis bankas išpėjo apie išplitimo riziką.** Tačiau dėl šio rinkos sukrėtimo pobūdžio rizika, kad jis turės sisteminio poveikio, buvo mažesnė. Šis sukrėtimas buvo ne plataus masto kredito įvykis, o pirmiausia vietinės reikšmės įvykis, turėjęs įtakos nekilnojamojo turto kainoms JK. Be to, kasdien prekybą vykdančių investicinių fondų vykdytų išpirkimų poveikis buvo suvaldytas panaudojant investicinių fondų turėtas priemones. Taip pat paminėtina, kad poveikį patyrusių investicinių fondų vertė buvo nedidelė: veiklos leidimus turinčių nekilnojamojo turto KIS valdomas turtas sudarė tik apie 2,7 % visų JK atvirojo tipo investicinių fondų turto (949,7 mlrd. GBP). Visų atvirojo tipo investicinių fondų turimo komercinės paskirties nekilnojamojo turto vertė iš viso sudaro apie 35 mlrd. GBP, t. y. mažiau negu 10 % rinkos (683 mlrd. GBP).

<sup>(1)</sup> Tai fondai, kurie pagal Direktyvą 2011/61/ES priskiriami AIF, bet kurie privalo gauti veiklos leidimą pagal JK įstatymus ir kurių veiklą reglamentuoja JK įstatymai.

<sup>(2)</sup> 2016 m. liepos mėn. JK centrinio banko Finansinio stabilumo apžvalga (*Financial Stability Report*)



**Kitas pavyzdys – kai obligacijų fondai investuoja į neinvesticinio reitingo arba nereitinguojamus vertybinius popierius.** Tokiems fondams gali iškilti didelių likvidumo neatitikimų problema. 2015 m. gruodžio mėn. vienas didelis JAV aukšto pelningumo obligacijų fondas paskelbė parduodantis portfelį ir stabdantis išpirkimus. Fondo valdytojas nusprendė, kad apskritai fiksuotųjų pajamų rinkose sumažėjus likvidumui, būtų neįmanoma gauti pakankamai lėšų visoms investuotojų pateiktoms išpirkimo paraiškoms patenkinti neparduodant turto už sumažintą kainą ir nepakenkiant likusių akcininkų interesams. Tai buvo pasekmė to, kad šis investicinis fondas turėjo turto, kuriam iš esmės būdingas mažas likvidumas, pavyzdžiui, CCC arba žemesnį reitingą turinčių arba visai nereitinguojamų įmonių obligacijų (dar vadinamų finansinių sunkumų turinčių subjektų vertybiniais popieriais), ir mažai piniginių lėšų bei kito likvidaus turto.

**Daugumoje Sąjungos investicinių fondų nėra didelių likvidumo neatitikimų.** Pavyzdžiui, laikoma, kad akcijų fondai retai kada imasi likvidumo keitimo operacijų <sup>(1)</sup>, nes dauguma į biržos sąrašus įtrauktų akcijų yra likvidžios net ir nepalankiomis sąlygomis. Panaši padėtis ir obligacijų fondų atveju – iš turimų duomenų matyti, kad jie ieško pusiausvyros tarp likvidumo ir išpirkimo terminų. <sup>(1)</sup> Į mažiau likvidžius įmonių skolos vertybinius popierius investuojantys investiciniai fondai paprastai renkasi trumpesnių negu vidutiniai terminų vertybinius popierius, o į likvidesnes Vyriausybės obligacijas investuojantys investiciniai fondai linkę investuoti į ilgesnių terminų turtą. Į ilgesnių terminų turtą investavę investiciniai fondai paprastai geba bet kada tokį turtą parduoti, o į mažiau likvidų trumpesnių terminų turtą investavę investiciniai fondai gali dažniau atnaujinti savo portfelį ir taip sumažinti likvidumo keitimo poreikį. <sup>(2)</sup>

**Kitai nei šiuose fonduose, didžiausi terminų neatitikimai būna atvirojo tipo fonduose, investuojančiuose į turtą, kuriam iš esmės būdingas mažesnis likvidumas.** Tai, visų pirma, pasakytina apie nekilnojamojo turto fondus. Jų turtas sudaro 5 % visų Europos investicinių fondų turto (658 mlrd. EUR). Dauguma jų yra atvirojo tipo ir jiems aktuali likvidumo neatitikimo problema (pagal ESRV šešėlinės bankininkystės stebėsenos ataskaitą, žr. 1 ir 2 lenteles). Be to, pastaraisiais metais nekilnojamojo turto fondų sektorius labai išaugo – per dvejus metus (iki 2016 m. ketvirtojo ketvirčio) jo valdomas turtas padidėjo 34 %, kai kitų fondų – tik 19 %. ESRV šešėlinės bankininkystės stebėsenos ataskaitoje nurodyta, kad ir rizikos draudimo fondai (436 mlrd. EUR) vykdo likvidumo keitimą, priklausomai nuo savo strategijos. O paskolų fondai kol kas tik pradeda kurtis (26 mlrd. EUR).

1 lentelė

## Investicinių fondų vykdomas likvidumo keitimas

Fondo tipas	Obligacijų fondai	Rizikos draudimo fondai	Nekilnojamojo turto fondai	Biržoje prekiaujantys fondai	Privataus kapitalo fondai
	●	●	●	●	○

Spalvų reikšmės: ● – vykdo dažnai; ● – vykdo vidutiniškai dažnai; ● – vykdo retai; ○ – nevykdo arba beveik nevykdo.

2 lentelė

## Euro zonos investicinių fondų turtas (trln. EUR)

	2014 m. gruodis	2015 m. birželis	2015 m. gruodis	2016 m. birželis	2016 m. gruodis	2017 m. kovas	2017 m. balandis
<b>Obligacijų fondai</b>	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
<b>Akcijų fondai</b>	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
<b>Rizikos draudimo fondai</b>	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
<b>Mišrieji fondai</b>	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

<sup>(1)</sup> Žr. ESRV ES šešėlinės bankininkystės stebėsenos ataskaitą (*ES Shadow Banking Monitor*), Nr. 2, 2017 m.

<sup>(2)</sup> Žr. ESRV ES šešėlinės bankininkystės stebėsenos ataskaitą (*ES Shadow Banking Monitor*), Nr. 1, 2016 m.

	2014 m. gruodis	2015 m. birželis	2015 m. gruodis	2016 m. birželis	2016 m. gruodis	2017 m. kovas	2017 m. balandis
<b>Nekilnojamojo turto fondai</b>	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
<b>Iš viso</b>	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

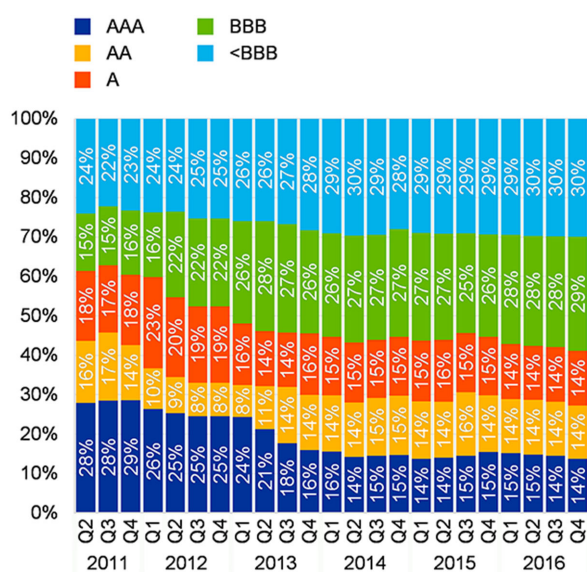
Pastaruosius kelerius metus matomas dėsniumas, kad kai kurie Sąjungos obligacijų fondai keičia turto sudėtį – pereina nuo aukštesnio prie žemesnio reitingo skolos vertybinių popierių, o tai reiškia – prie ilgesnių terminų ir didesnės kredito rizikos. Pažymėtina, kad aukšto pajamingumo investicijų fondai sudaro 19 % obligacijų fondų turto ir, priklausomai nuo struktūrinių ir ciklinių rinkos likvidumo veiksnių, kaip minėta pirmiau, negalima atmesti galimybės, kad tokie investiciniai fondai kada nors susidurs, kad ir laikinai, su likvidumo neatitikimo problema. Tačiau neturint Sąjungos lygmeniu suderintų duomenų yra sunku įvertinti šio klausimo reikšmingumą ir kaip dėl KIPVPS gali padidėti rizika finansiniam stabilumui (žr. 4 intarpą).

#### 4 intarpas. Tikimybė, kad KIPVPS susidurs su likvidumo neatitikimo problema

Direktyvoje 2007/16/EB nustatyta, kad KIPVPS privalo investuoti daugiausia į likvidų turtą. Tačiau rinkoje susiklosčius nepalankioms sąlygoms kai kurio jų turimo tinkamo turto likvidumas gali sumažėti, todėl gali susidaryti laikinas likvidumo neatitikimas. Tai ypač aktualu aukšto pajamingumo obligacijų fondams. Į tai reaguodama, IOSCO neseniai pradėjo konsultacijas dėl to, ar fondai, įskaitant KIPVPS, turėtų taikyti papildomas likvidumo valdymo priemones. (1)

#### Sąjungos obligacijų fondai: vidutiniai fondų valdomo turto reitingai

(procentais viso turto; naujausi turimi duomenys – 2016 m. IV ketv.)



Šaltiniai: Thomson Reuters Lipper, ESMA ir Standard & Poor's

Nuo 2009 m. stebimas dėsniumas, kad kai kurie Sąjungos obligacijų fondai keičia turto sudėtį – pereina nuo aukštesnio prie žemesnio reitingo skolos vertybinių popierių ir tuo pačiu ilgina savo portfelių terminus. Ir nors pastaruosius kelerius metus tokia investavimo tendencija silpnėjo, tai vis tiek reiškia, kad tokie fondai šiuo metu yra mažiau atsparūs obligacijų pajamingumo pokyčiams. Mažiau likvidžius portfelius ir mažiau piniginių lėšų turintiems obligacijų fondams, gavus daug išpirkimo paraiškų, gali būti sudėtingiau pakoreguoti portfelius nesukeliant poveikio išplitimo po visą obligacijų rinką.

Nors kai kurie duomenys rodo, kad obligacijų rinkoje mažėja likvidumas ir prisiimama vis daugiau rizikos (2), neturint detalesnės informacijos apie KIPVPS turtą (pavyzdžiui, likvidumą) ir išipareigojimus neįmanoma visapusiškai įvertinti rizikos finansiniam stabilumui. Kad būtų galima įvertinti šios rizikos reikšmingumą, būtina KIPVPS valdymo įmonės įpareigoti teikti informaciją, kaip numatyta D rekomendacijoje. Būtų renkami detalūs ir suderinti duomenys ir jais keičiamasi. Tačiau jeigu analitiniai duomenys rodytų, kad kai kuriose KIPVPS fondų sektoriaus dalyse gali susidaryti didelių likvidumo neatitikimų, gali būti būtina koreguoti B rekomendacijos aprėptį įtraukiant į ją kai kuriuos specifinius KIPVPS produktus.

(1) 2017 m. liepos mėn. IOSCO konsultacijų dėl atvirojo tipo fondų likvidumo ir rizikos valdymo geriausios praktikos ir klausimų apsvaustymui ataskaita (*Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, Consultation report*)

(2) Tarptautinių atsiskaitymų banko straipsnis apie fiksuoto pajamingumo finansinių priemonių rinkos likvidumo ir rinkos formavimo tendencijų pokyčius (*Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments, BIS, 2015*)

**FST rekomenduoja<sup>(1)</sup>, kad investicinių fondų turto ir investavimo strategijos būtų suderintos su investicinio fondo nustatytais išpirkimo sąlygomis** – ir steigiant investicinį fondą, ir jam toliau vykdant veiklą (nauji ir esami investiciniai fondai). Tam reikėtų atsižvelgti į tikėtiną turto likvidumą ir investuotojų elgseną tiek įprastinėmis, tiek nepalankiomis rinkos sąlygomis.

**Papildomos nuostatos šiuo klausimu turėtų atitikti Direktyvą 2011/61/ES**, kurioje jau dabar reikalaujama, kad investiciniai fondai suderintų savo investavimo strategiją, likvidumo profilį ir išpirkimo politiką, nusistatytą atitinkamas likvidumo valdymo ribas bei vykdytų testavimus nepalankiausiomis sąlygomis. Visų pirma, pagal šiuo metu galiojančią teisės aktuose nustatytą tvarką AIFV turėtų sugebėti savo NKI įrodyti, kad taiko atitinkamas likvidumo valdymo sistemas ir veiksmingas procedūras. Tačiau naujaisi duomenys rodo, kad kai kuriuose AIF likvidumo keitimo lygis vis dar didelis.<sup>(2)</sup> Todėl jeigu investiciniams fondams, kurie investuoja į mažiau likvidų turtą, ši įrodymo prievolė būtų privaloma, būtų galima pasiekti Direktyvos 2011/61/ES tikslų, nes būtų užtikrintas vienodesnis jos taikymas. Taip į mažiau likvidų turtą investuojantys investiciniai fondai būtų paskatinti taikyti konkrečias priemones, pavyzdžiui, nusistatyti vidines mažiau likvidaus turto ribas.

**Didelio likvidumo keitimo reikėtų vengti.** Kai kurios valstybės narės savo nacionalinės teisės aktuose yra numačiusios specialią tvarką, kuria reglamentuoja, kokias sąlygas AIF turi tenkinti, kad galėtų valdyti mažiau likvidžiu laikomą turtą, pavyzdžiui, nekilnojamąjį turtą ar paskolas. Savo nuomonėje Europos Parlamentui, Tarybai ir Komisijai<sup>(3)</sup> ESMA teigia, kad paskolas teikiantys AIF turėtų būti steigiami tik kaip uždarojo tipo AIF be teisės reguliariai išpirkti investicinius vienetus. Kitose šalyse įtvirtintos struktūrinės priemonės, skirtos pašalinti riziką, kad dėl masinio investicijų atsiėmimo teks skubiai parduoti turto. Pavyzdžiui, jeigu nelikvidus turtas sudaro nemažą viso portfelio dalį, KIS – dėl turimo turto pobūdžio – privalo būti uždarojo tipo. Galimybę atsiimti investiciją anksčiau negu AIF veiklos pabaigoje fondo valdytojas investuotojams turėtų suteikti tik tuo atveju, jeigu tenkinamos tam tikros sąlygos. Investicijos turėtų būti išperkamos tik tam tikrais iš anksto nustatytais intervalais, pavyzdžiui, kaip numatyta Europos Parlamento ir Tarybos reglamente (ES) 2015/760<sup>(4)</sup>.

**Šia rekomendacija ESMA patariama parengti turto, kuriam apskritai būdingas mažesnis likvidumas, sąrašą.** Likvidaus arba mažiau likvidaus turto sąvokos teisės aktuose kol kas nėra apibrėžtos (žr. 5 intarpą), tačiau tikslas yra ne pasiūlyti tokias apibrėžtis, o skatinti vienodai taikyti pirmiau minėtas Direktyvos 2011/61/ES nuostatas. Sąvoka „mažiau likvidus“ taip pat suponuoja, kad turtas retai kada būna arba niekada nebūna visiškai nelikvidus.

**Kadangi siekiama nuoseklaus taikymo skirtinguose sektoriuose, ESMA, rengdama tokį sąrašą, turėtų konsultuotis su EBI ir EIOPA.** Kai reguliavimo institucija turtą įvardija likvidžiu arba mažiau likvidžiu, rinkos dalyviams siunčiamas tam tikras signalas. Be to, nesvarbu, kas parduoda turtą (reguliuojamas ar nereguliuojamas subjektas, bankas ar nebankinė įstaiga), nepalankiomis rinkos sąlygomis pirkėjų ratas yra tas pats. Todėl pageidautina, kad reguliavimo institucijos laikytųsi vienodos pozicijos.<sup>(5)</sup>

**Į turto, kuriam būdingas mažesnis likvidumas, sąrašą turėtų būti įtrauktas turtas, kurio nepalankiomis rinkos sąlygomis negalima lengvai, greitai ir be didelių nuostolių iškeisti į pinigus.** Atliekant turto likvidumo analizę reikėtų įvertinti, *inter alia*, per kiek laiko tokį turtą būtų galima parduoti nepalankiomis rinkos sąlygomis stipriai nesumažinant pardavimo kainos. Į tokį sąrašą ESMA pirmiausia turėtų įtraukti nekilnojamąjį turtą, į biržos sąrašus neįtrauktus vertybinius popierius (įskaitant privačias akcijas), paskolas ir kitą alternatyvų turtą. Turtas, kurį įprastomis rinkos sąlygomis galima parduoti smarkiai nesumažinant kainos, neturėtų būti įtrauktas į sąrašą, nes šia rekomendacija siekiama spręsti struktūrines problemas, kurias kelia tik tas turtas, kuriam iš esmės būdingas mažesnis likvidumas.

<sup>(1)</sup> 2017 m. sausio mėn. FST rekomendacijos dėl turto valdymo veiklos lemtų struktūrinių trūkumų šalinimo politikos (*Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*)

<sup>(2)</sup> 2017 m. lapkričio mėn. ESRV ES šešėlinės bankininkystės stebėsenos ataskaita (*ES Shadow Banking Monitor*)

<sup>(3)</sup> 2016 m. balandžio mėn. ESMA nuomonė dėl europinės paskolas teikiančių fondų sistemos pagrindinių principų (*Key principles for a European framework on loan origination by funds*)

<sup>(4)</sup> 2015 m. balandžio 29 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) 2015/760 dėl Europos ilgalaikių investicijų fondų (OL L 123, 2015 5 19, p. 98).

<sup>(5)</sup> Reguliavimo institucijų bendradarbiavimo tokiais klausimais poreikis plačiai pripažintas (pavyzdžiui, 2012 m. liepos 4 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamento (ES) Nr. 648/2012 dėl ne biržos išvestinių finansinių priemonių, pagrindinių sandorio šalių ir sandorių duomenų saugyklų (OL L 201, 2012 7 27, p. 1) 46 straipsnio 3 dalyje ir 11 straipsnio 15 dalyje, kur reglamentuojami ne biržos išvestinių finansinių priemonių sutarčių, kurių tarpuskaitos pagrindinė sandorio šalis neatlieka, rizikos mažinimo būdai).

**Kai investicinis fondas siūlo investuoti į mažiau likvidų turtą, fondo valdytojai gali pasinaudoti likvidumo rizikos mažinimo nuostatomis.** <sup>(1)</sup> Tokiu atveju fondų valdytojai turi savo NKI įrodyti – ir steigdami investicinį fondą, ir vėliau (t. y. patvirtinimo suteikimo procedūros metu (jeigu investiciniam fondui taikomas reikalavimas gauti patvirtinimą) ir po patvirtinimo), – kad jie bet kokiomis galimomis rinkos sąlygomis galės laikytis savo investavimo strategijos. Įvertinę visas investiciniam fondui taikomas taisykles ir laikydamiesi savo investavimo politikos, fondų valdytojai gali įvairiai užtikrinti savo investavimo strategijos ir investicinio fondo išpirkimo politikos nuoseklumą tiek fondo steigimo metu, tiek jam vykdant veiklą <sup>(1)</sup>, pavyzdžiui:

- pasirinkdami fondo tipą (pavyzdžiui, uždarojo tipo investicinis fondas, ELTIF),
- pasirinkdami išpirkimo politiką,
- pasirinkdami investavimo politiką, kurioje numatytų vidines į sąrašą įtraukto turto ribas, likvidaus turto rezervą, diversifikavimą (pozicijų ar sandorio šalių) ir investicinio fondo dydžio palyginti su rinka, kurioje vykdo veiklą, ribą,
- taikydami p-LVP,
- įdiegdami likvidumo rizikos valdymo procesus, pavyzdžiui, nustatydami atitinkamas ribas, suskirstydami turtą pagal likvidumą, kontroliuodami investuotojų koncentraciją ir tikėtinus išpirkimo modelius.

Svarbiausia, kad NKI būtų informuojama apie investicinio fondo nusistatytas vidines ribas. Apie jas turėtų būti pranešama steigiant fondą, bet kada vėliau, kai tik ribos keičiamos, ir priežiūros institucijai paprašius. Pagal gaires, kurias ESMA turėtų parengti, turėtų būti parengta ir informacijos teikimo investuotojams politika.

**Kai kuriais atvejais investicinių fondų, visų pirma mažų fondų, valdytojams našta įrodyti, kad jie gali laikytis investicinio fondo investavimo strategijos, gali būti nepagrįstai didelė.** Todėl NKI turėtų būti paliekama šiek tiek laisvės pačioms nustatyti tvarką, pagal kurią AIFV galėtų įrodyti, kad gali laikytis investicinio fondo investavimo strategijos. Pavyzdžiui, atlikdamos vertinimus NKI galėtų atsivėlgti į testavimų nepalankiausiomis sąlygomis rezultatus.

**Sąjungos teisės aktuose nėra vienos įtvirtintos rinkos „likvidumo“ sąvokos apibrėžties, kuria remiantis būtų galima parengti mažiau likvidaus turto sąrašą.** Skirtinguose teisės aktuose likvidumo klausimas sprendžiamas savaip, pagal teisės akto tikslą (žr. 5 intarpą). Nacionaliniu lygmeniu taikomų taisyklių pavyzdys pateiktas JK Finansinių paslaugų priežiūros institucijos (FCA) konsultacijų dokumente apie nelikvidų turtą ir atvirojo tipo investicinius fondus <sup>(2)</sup>. Jame pateikiamos nelikvidų turtą apibūdinančios savybės:

- juo neprekiuojama organizuotoje rinkoje,
- jo pasiūla gali labai neatitikti jo paklausos,
- gali praėti nemažai laiko, kol pirkėjas ir pardavėjas suderins kainą ir kitas sandorio sąlygas,
- turto vertinimas yra sudėtingas,
- fizinis turtas paprastai perkamas ir parduodamas visas,
- dėl šių priežasčių ir kitų galimų komplikacijų, pavyzdžiui, dėl nevaržomo nuosavybės teisių perdavimo apribojimų, sandorio sudarymas gali užtrukti ilgai.

#### 5 intarpas. Likvidumas pagal Sąjungos teisės aktus

**Direktyvoje 2007/16/EB dėl tinkamo turto nustatytas reikalavimas, kad KIPVPS investuotų daugiausia į likvidų turtą, ir išdėstytos konkrečios taisyklės dėl perleidžiamų vertybinių popierių, pinigų rinkos priemonių ir išves-tinių finansinių priemonių tinkamumo.** Paprastai perleidžiami vertybiniai popieriai ir pinigų rinkos priemonės gali būti laikomi likvidžiu turtu, jeigu jie yra įtraukti į prekybą arba jais prekiaujama reguliuojamoje rinkoje. Mažiau likvidaus turto sąvoka nėra atskirai apibrėžta, tačiau pagal Direktyvoje 2009/65/EC pateiktą apibrėžtį toks turtas nėra laikomas tinkamu investavimui. Tai, visų pirma, pasakytina apie fizines biržos prekes ir nekilnojamąjį turtą.

<sup>(1)</sup> 2017 m. liepos mėn. IOSCO konsultacijų dėl atvirojo tipo fondų likvidumo ir rizikos valdymo geriausios praktikos ir klausimų apšvarstymui ataskaita (*Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, Consultation report*)

<sup>(2)</sup> 2017 m. vasario mėn. FCA diskusijų dokumentas dėl nelikvidaus turto ir atvirojo tipo investicinių fondų (*Illiquid assets and open-ended investment funds, DP 17/1*)

Likvidumo sąvoka paminėta ir šiuose Sąjungos teisės aktuose:

- Europos Parlamento ir Tarybos reglamente (ES) Nr. 909/2014 <sup>(1)</sup>, kuriame nustatyta, kad centriniai vertybinių popierių depozitoriumai (CVPD) gali investuoti tik į pinigines lėšas arba labai likvidžias finansines priemones, kurių rinkos ir kredito rizika labai maža. Tačiau Reglamente (ES) Nr. 909/2014 likvidumo sąvoka atskirai neapibrėžta, o tik rekomenduojama, kad ESMA, EBI ir ECBS parengtų TRS projektus, kuriuose būtų tiksliai nurodomos finansinės priemonės, kurios gali būti laikomos labai likvidžiomis,
- Europos Parlamento ir Tarybos reglamente (ES) Nr. 2017/1131 dėl pinigų rinkos fondų <sup>(2)</sup>, kuriame nustatytos likvidumo ribos, iki kurių turtas laikomas tenkinančiu savaitės ar kasdienio likvidumo kriterijus, tačiau likvidumo sąvoka atskirai nėra apibrėžta. Reglamentas (ES) 2017/1131 pagrįstas argumentuote, kad trumpo termino turtas padeda užtikrinti, kad investuotojai atgautų savo pinigus,
- Europos Parlamento ir Tarybos direktyvoje 2014/65/ES <sup>(3)</sup>, kurioje aptariama ne nuosavo kapitalo finansinių priemonių, pavyzdžiui, obligacijų, likvidumo apskaičiavimo metodika. ESMA svarstė du alternatyvius likvidumo apskaičiavimo metodus: kiekvienos finansinės priemonės įvertinimo atskirai metodą (angl. *instrument-by-instrument approach* (IBIA)) ir finansinių priemonių kategorijų įvertinimo metodą. (angl. *categories of financial instruments approach* (COFIA)). Galiausiai ESMA savo parengtuose TRS pasirinko taikyti IBIA metodą obligacijų likvidumui apskaičiuoti,
- Europos Parlamento ir Tarybos reglamente (ES) Nr. 575/2013 <sup>(4)</sup>, kuriame nustatyta, kad kredito įstaigos likvidumo rezervui sudaryti tinkamas likvidus turtas yra tik laisvai perleidžiamas turtas, kuris gali būti greitai ir nepatiriant didelių nuostolių parduotas privačiose rinkose. Reglamente išskiriamas dviejų kategorijų turtas: itin didelio likvidumo ir itin aukštos kredito kokybės turtas (1 lygio turtas) ir didelio likvidumo ir aukštos kredito kokybės turtas (2 lygio turtas). 1 lygio turtas – tai pinigines lėšas, centriniame banke laikomi indėliai, Sąjungos valstybių Vyriausybių obligacijos ar obligacijos su Vyriausybės garantija ir tam tikras sąlygas tenkinančios padengtosios obligacijos. 2 lygio turtas – tai trečiųjų šalių Vyriausybių obligacijos ir viešojo sektoriaus subjektų išleistos obligacijos, taip pat padengtosios ir įmonių obligacijos, priklausomai nuo jų kredito kokybės. Į jį taip pat įeina aukštos kokybės pakeitimo vertybiniais popieriais sandoriai ir akcijos, įtrauktos į kurį nors pagrindinį biržos indeksą.

**Rengiant Sąjungos likvidumo vertinimo metodiką ir mažiau likvidaus turto sąrašą naudinga būtų pasiremti JAV Vertybinių popierių ir biržų komisijos (SEC) taikoma metodika.** Pagal SEC metodiką turto likvidumo sąvoka apibrėžiama ne absoliučiais dydžiais, o atsižvelgiant į dydį (pavyzdžiui, į investicinio fondo turimo turto dydį). Apie tai – 6 intarpe.

#### 6 intarpas. SEC sudėtinis likvidumo balas

SEC likvidumo klausimą reglamentavo neseniai priimtose taisyklėse <sup>(5)</sup>, kuriomis įtvirtino atvirojo tipo investicinių fondų pareigos teikti informaciją apie likvidumo riziką pakeitimus. Taisyklėse pateikiama nauja likvidumo klasifikavimo sistema, pagal kurią likvidumas vertinamas pagal tai, per kiek dienų investicija gali būti iškeista į pinigines lėšas be didesnės tos investicijos rinkos vertės pasikeitimo. Anot SEC, investicija laikytina nelikvidžia, jeigu investicinis fondas negali pagrįstai tikėtis ją parduoti per septynias kalendorines dienas be didelio poveikio jos rinkos vertei. Be to, SEC nustatė reikalavimą, kad investicinis fondas, vertindamas, ar investicija yra likvidi ar nelikvidi, atsižvelgtų į savo pozicijos dydį ir į rinkos, kurioje tokiomis investicijomis prekiaujama, gylį.

Pagal SEC taisykles fondų valdytojai privalo bent kartą per metus įvertinti ir peržiūrėti savo likvidumo riziką, atsižvelgdami į įvairius veiksnius: strategiją, pinigų srautus, pinigų kasoje ir kitus biržoje prekiaujamiems fondams (BPF) aktualius veiksnius. Tokio reikalavimo vykdyti peržiūras motyvas tas, kad, SEC manymu, taikant tik „pažymėkite varnelę“ metodą likvidumo vertinimo rezultatai gali neparodyti fondo tikrojo gebėjimo parduoti portfelį (arba jo dalį), kad fondas galėtų patenkinti išpirkimo paraiškas nepadarydamas poveikio rinkai.

<sup>(1)</sup> 2014 m. liepos 23 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 909/2014 dėl atsiskaitymo už vertybinius popierius gerinimo Europos Sąjungoje ir centrinių vertybinių popierių depozitoriumų, kuriuo iš dalies keičiamos direktyvos 98/26/EB ir 2014/65/ES bei Reglamentas (ES) Nr. 236/2012 (OL L 257, 2014 8 28, p. 1.

<sup>(2)</sup> 2017 m. birželio 14 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 2017/1131 dėl pinigų rinkos fondų (OL L 169, 2017 6 30, p. 8.

<sup>(3)</sup> 2014 m. gegužės 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES (OL L 173, 2014 6 12, p. 349.

<sup>(4)</sup> 2013 m. birželio 26 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 575/2013 dėl prudenčių reikalavimų kredito įstaigoms ir investiciniams įmonėms ir kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012 (OL L 176, 2013 6 27, p. 1.

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

Be to, SEC reikalauja, kad investicinis fondas, klasifikuodamas savo portfelio investicijų likvidumą, įvertintų „rinkos, prekybos ir investavimo aspektus“, tačiau išsamesnių nurodymų dėl šių aspektų nepateikia.

Pavyzdžiui, tam tikrų fiksuoto pajamingumo vertybinių popierių prekybos dažnis yra mažas. Tačiau tai nebūtinai reiškia, kad tokie vertybiniai popieriai yra nelikvidūs, tad investicinis fondas net ir tokius vertybinius popierius gali gebėti parduoti gana greitai. Patikimesnių duomenų galima gauti įvertinus visą spektrą SEC siūlomų parametru (<sup>1</sup>). Į tokio tipo sudėtinį likvidumo balą būtų galima įskaičiuoti veiksnus, paremtus turto, rinkos ir portfelio savybėmis, kaip išdėstyta toliau.

- Turto veiksniai priklauso nuo turto struktūros. Kuo sunkiau įkainoti vertybinių popierių ir kuo mažiau jis atitinka standartus, tuo nelikvidesnis jis yra. Be to, fiksuoto pajamingumo produktų likvidumui įtakos gali turėti jo išpirkimo terminas, reitingas ir emisijos data.
- Rinkos veiksniai susiję su turto emisija ir antrine rinka. Paprastai kuo daugiau yra rinkų, kuriose atitinkamais vertybiniais popieriais galima prekiauti, tuo mažiau nelikvidūs tokie vertybiniai popieriai yra. Kiti rinkos veiksniai – tai tokių rinkų dalyvių skaičius, įvairovė ir kokybė. Jie gali būti susiję ir su prekybos tokiose rinkose kaštais ir priklausyti nuo likvidavimo kaštų, kurie gali būti patiriami vykdant sandorius kitoje šalyje arba kita valiuta.
- Prekybos veiksniai – tai matai, susiję su vertybinių popierių kaina ir prekybos apimtimi. Tikėtiną likvidumą galima įvertinti pagal pirkimo ir pardavimo kainų skirtumą, taip pat pagal prekybos apimtį ir dažnumą. Vertinant galima prekybos poveikį rinkai maksimalią prekybos apimtį galima prognozuoti, pavyzdžiui, pagal istorinius duomenis apie prekybos apimtį.
- Portfelio veiksniai – tai su konkrečiu portfeliu susiję matai. Investiciniai fondai turėtų atsižvelgti į savo pozicijos dydį kasdienės prekybos apimties ir neapmokėtų sumų atžvilgiu. Tačiau jie turėtų atsižvelgti ir į turto santykį su kitu turto (pavyzdžiui, išvestinėmis finansinėmis priemonėmis). Galiausiai, nelikvidumas gali būti susijęs ir su portfelio pozicijų koncentracija – jeigu visas investicinio fondo turimas turtas yra labai panašus ir juo prekiaujama toje pačioje rinkoje, jis gali būti nelikvidus.

Kadangi SEC metodika gali būti naudingas pagrindas, ant kurio būtų galima kurti Europos koncepciją nelikvidumo klausimu, gali būti tikslinga Sąjungos metodiką derinti su juo. Vertinant iš politikos perspektyvos, toks suderinimas būtų naudingas dar ir tuo, kad, jeigu ES ir JAV sistemos būtų iš esmės panašios, turėtume veiksmingą pasaulinį standartą, pagal kurį galėtume vertinti investicinių fondų likvidumą.

## II.2.2. Nepageidaujamas poveikis

**Turto dalyje – vidines ribas nusistačiusiems ir jų besilaikantiems fondų valdytojams gali nepavykti visiškai pašalinti tikimybę, kad bus pasinaudota pradininko pranašumu.** Pirma laiko investicijas atsiimantys investuotojai visgi gali norėti spėti pasinaudoti proga, kol fondas dar turi likvidaus turto, nelaukdami, kol investicinis fondas taps nelikvidus. Tačiau kadangi investuotojai, žinodami, kad fondas turi likvidaus turto, labiau pasitiki fondo gebėjimu išpirkti investicinius vienetus, masinio investicijų atsiėmimo rizika apskritai sumažėja.

**Jeigu taikomos vidinės ribos, gali būti be reikalo apribota galimybė fondo valdytojui panaudoti turimą likvidų turtą išpirkimo paraiškoms patenkinti.** Taip būtų, pavyzdžiui, jeigu fondo valdytojas negalėtų panaudoti likvidaus turto nepažeisdamas vidinių ribų. Tačiau tokiu atveju būtų galima pasiteisinti klausimo svarba. Pagal Direktyvą 2011/61/ES, ribos viršijamas dar nereiškia, kad AIFV būtinai privalo imtis atitinkamų veiksmų, nes tai priklauso nuo faktų ir aplinkybių bei nuo AIFV nusistatytų leidžiamų paklaidų. Viršijus ribas gali būti nuspręsta vykdyti nuolatinę stebėseną arba imtis taisomųjų priemonių, priklausomai nuo aplinkybių.

(<sup>1</sup>) SEC dokumente išvardyti devyni veiksniai, pagal kuriuos klasifikuojamos konkrečius turto portfelio pozicijos.

**Blogiausiu atveju turto įtraukimas į sąrašą gali turėti prociklinio poveikio ir paskatinti parduoti turto bei lemti kainų kritimą.** Valdytoji gali tekti parduoti turto, kad neviršytų naujų vidinių ribų, arba jis gali nuspėti nepalankią investuotojų reakciją, tad problema, kuri turto įtraukimu į sąrašą turėjo būti sušvelninta, gali paaštrėti. Gali nutikti ir taip, kad turtas dėl nepakankamo likvidumo bus iš anksto pasmerktas – kai kurie investiciniai fondai gali nuspręsti iš viso į jį neinvestuoti, o tai gali turėti neigiamų padarinių finansų rinkų veikimui. Dėl šių priežasčių į sąrašą turėtų būti įtrauktas tik tas turtas, kuriam iš esmės yra būdingas mažesnis likvidumas, t. y. šią jo savybę rinkos dalyviai žino iš anksto. Be to, į turtą, kuriam būdingas mažesnis likvidumas, investuojantys investuotojai iš anksto tikėtis, kad fondo valdytojas laikysis išpirkimo politiką atitinkančios investavimo politikos, kaip nustatyta Direktyvoje 2011/61/ES. Galiausiai, įtraukus turtą į sąrašą būtina numatyti pereinamąjį laikotarpį, kad fondo valdytojai spėtų prisitaikyti ir išvengtų priverstinių pardavimų.

**Įsipareigojimų dalyje – sumažinus išpirkimo dažnumą gali padidėti prekybos apimtys, o nepalankiomis rinkos sąlygomis tai gali paveikti kainas.** Užuo reguliariai patirdamas išlaidų, fondas turėtų tuo pačiu metu tenkinti daugiau išpirkimo paraiškų. Vienas iš galimų variantų būtų nustatyti įspėjimo laikotarpis<sup>(1)</sup>, kurių trukmė būtų pasirenkama pagal tai, per kiek laiko būtų galima parduoti bazinio turto. Kitas variantas – taikyti eilės sistemą, kad fondo valdytojas priimtas išpirkimo paraiškas galėtų perkelti į kitą vertinimo ciklą. Tokiu atveju valdytojas galėtų dar anksčiau apskaičiuoti, kiek likvidumo reikės išpirkimo paraiškoms patenkinti, ir prireikus galėtų pradėti parduoti investicijas. Taip sumažėtų rizika, kad sandoriai bus vykdomi skubaus pardavimo kainomis.

**Galiosiausiai reikėtų pripažinti, kad esama ir reglamentavimo arbitražo rizikos.** Rizikos esama: 1) jeigu AIF yra nereguliuojamas ir jam ši rekomendacija netaikoma, ir 2) jeigu valdytojas investicinį fondą įregistruoja pagal Direktyvą dėl KIPVPS ir investuos daugiausia į turtą, kuriam būdingas mažesnis likvidumas, jeigu tik toks turtas būtų pripažįstamas tinkamu KIPVPS. Tačiau pastaruoju atveju investiciniam fondui būtų taikomos Direktyvos 2009/65/EB nuostatos, o jos kai kuriais atžvilgiais yra griežtesnės už Direktyvos 2011/61/ES nuostatas. Dėl to sumažėtų paskatos fondus registruoti kaip KIPVPS, siekiant išvengti AIF taikomų apribojimų.

### II.3. C rekomendacija. Testavimas nepalankiausiomis sąlygomis

#### II.3.1. Ekonominis pagrindimas ir pageidaujamas poveikis

**Mikroprudencinių testavimų nepalankiausiomis sąlygomis tikslas – pagerinti rizikos ir portfelio valdymą investicinio fondo ir fondo valdytojo lygmeniu.** Per tokį testavimą modeliuojamos ekstremalios arba nepalankios, tačiau įmanomos, ekonominės ir finansinės sąlygos ir analizuojami jų padariniai tiek investicinio fondo veiklos rezultatams, tiek jo gebėjimui tenkinti išpirkimo paraiškas net ir mažinant GTV. Testų metu analizuojami įvairūs scenarijai, tad galima geriau suprasti, kokia rizika gali kilti pasikeitus rinkos sąlygoms ir koks neigiamas poveikis gali būti padarytas valdomiems portfeliams. Įprastinėmis rinkos sąlygomis vykdomas testavimas nepalankiausiomis sąlygomis padeda nustatyti galimus investicinių produktų/investavimo strategijų trūkumus, tad fondų valdymo įmonė gali pakoreguoti savo portfelio rizikos valdymą ir praktiškai pasirengti krizei. Krizės metu vykdomas testavimas nepalankiausiomis sąlygomis padeda prisitaikyti prie krizės specifikos, valdyti krizę ir teikti informaciją pertvarkymo institucijoms. Tad testavimas nepalankiausiomis sąlygomis yra viena iš rizikos valdymo ir sprendimų priėmimo priemonių.

**Investiciniai fondai pasižymi skirtingomis savybėmis. Visos jos turi įtakos konkretaus investicinio fondo likvidumo rizikai, tad į jas turi būti atsižvelgiama rengiant prasmingus konkretaus investicinio fondo testavimo nepalankiausiomis sąlygomis scenarijus.** Pavyzdžiui, turto dalį apibūdina tokios savybės kaip pagrindinės rinkos ir priemonės, investavimo strategija ir laikotarpis, geografinė veiklos teritorija, portfelio koncentracija, portfelio apyvarta ir įprastinės sandorių apimtys. Įsipareigojimų dalį apibūdina investicinio fondo investuotojų bazė. Tai gali būtų mažmeniniai arba instituciniai investuotojai, arba ir vieni, ir kiti, ir visi jie turi individualią portfelio struktūrą bei skirtingus likvidumo poreikius, galbūt ir jiems teisės aktais nustatytus reikalavimus (pavyzdžiui, bankai, draudimo bendrovės ir pensijų fondai), todėl ir savitą elgseną. Investuotojų tipo koncentracija investiciniame fonde yra itin aktualus klausimas, nes didelė koncentracija gali reikšti, kad vienu metu gali būti pateikta daug išpirkimo paraiškų.

<sup>(1)</sup> Reikėtų pabrėžti, kad įspėjimo laikotarpių taikymas kelia tam tikrų praktinių keblumų dėl paraiškos pateikimo ir įvykdymo dienų nesutapimo. Visų pirma, indeksus sekantys fondai būtų skatinami sandorius vykdyti kuo arčiau įspėjimo laikotarpio pabaigos, kad maksimaliai pagerintų savo rezultatus, nors tai galėtų turėti neigiamo poveikio rinkai.

**Kadangi investicinių fondų esama labai įvairių, jokių privalomų testavimo nepalankiausiomis sąlygomis scenarijų specifikacijų nėra.** Todėl šiuo metu šiame sektoriuje taikomi labai skirtingi testavimo nepalankiausiomis sąlygomis parametrai, apimtis, periodiškumas ir sudėtingumas. Visgi esama keletas prasmingų ir nusistovėjusių metodų, apimančių abi balanso dalis. Investicinio fondo išpareigojimų dalies testavimo nepalankiausiomis sąlygomis esmė – išpirkimų modeliavimas. Paprastai tokie modeliavimai kalibruojami remiantis išpareigojimų stabilumo analize, o ji pati priklauso nuo investuotojo tipo ir išpareigojimų koncentracijos. Į modeliavimus galima įtraukti istorinius ir hipotetinius išpirkimo scenarijus, didžiausių investuotojų vykdytus išpirkimus, didžiausius kada nors buvusius išpirkimus, rinkos tendencijų ir panašių investicinių fondų analizes. Testavimai nepalankiausiomis sąlygomis turėtų būti atliekami ir investicinio fondo turto dalyje, t. y. turėtų būti modeliuojamas investicinio fondo turto likvidumas įvairiomis rinkos sąlygomis. Tokiu modeliavimu įvertinamas investicinio fondo gebėjimas parduoti turto be didelio poveikio jo kainai. Į scenarijus galėtų būti įtraukiama prielaida, kad sumažės prekybos tam tikromis finansinėmis priemonėmis ar tam tikruose rinkos segmentuose apimtys (nuostoliai padidėjus pirkimo ir pardavimo kainų skirtumui), apskaičiuojamas maksimalus per vieną dieną įmanomas likvidavimas arba likvidavimui reikalingas laikas pagal kiekvieną investicinio fondo turto kategoriją atskirai (pavyzdžiui, pagal likvidumo) ir atsižvelgiama į atitinkamo turto rinkos ir likvidumo rizikos tarpusavio sąveiką.

**Gairės dėl individualios testavimo nepalankiausiomis sąlygomis praktikos turėtų sumažinti likvidumo riziką tiek investicinio fondo, tiek ir visos sistemos lygmeniu bei sustiprinti subjektų gebėjimą valdyti likvidumą investuotojų labai įvairiais būdais, taip pat ir trumpinant netikėtus išpirkimo paklausos laikotarpius.** Testavimas nepalankiausiomis sąlygomis – tai priemonė, padedanti įvertinti jau taikomų strategijų stipriąsias vietas. Testavimas turėtų padėti investiciniam fondui nustatyti savo investavimo strategijos trūkumus ir pasirengti krizei. Jeigu naudojamas teisingai, testavimas nepalankiausiomis sąlygomis, kaip rizikos valdymo ir sprendimų priėmimo priemonė, turėtų sumažinti likvidumo riziką investicinio fondo lygmeniu ir taip turėtų prisidėti prie likvidumo rizikos mažinimo visos sistemos lygmeniu.

**Gairėmis turėtų būti pašalinti testavimo nepalankiausiomis sąlygomis procedūrų trūkumai, kuriuos identifikavo ESRV, atlikusi apklausą apie testavimo nepalankiausiomis sąlygomis praktiką.** Vadovaudamosi ESRV gairėmis įmonės turėtų gebėti taikyti minimalius testavimui nepalankiausiomis sąlygomis keliamus reikalavimus ir pašalinti tokius trūkumus kaip per mažų vertės sumažinimo koeficientų taikymas, netinkamas testavimo nepalankiausiomis sąlygomis periodiškumas ir netinkami scenarijai bei nekritiškas istorinių duomenų panaudojimas. Gairėse turėtų būti nustatyta, kad testavimo nepalankiausiomis sąlygomis periodiškumas ir scenarijai turėtų būti nustatomi atsižvelgiant į investiciniam fondui ir įmonei būdingas savybes. Be to, vienas iš pageidaujamų rezultatų, kurių turėtų būti siekiama gairėmis, yra įpareigoti įmones savo testavimo nepalankiausiomis sąlygomis scenarijuose numatyti ne mažesnio nepalankumo sąlygas, negu tikėtinos rinkoje. Galiausiai, dėl investicinių fondų įvairovės testavimo nepalankiausiomis sąlygomis sudėtingumas turėtų būti priderintas prie konkretaus investicinio fondo rizikos ir išpirkimo profilio, nesiekiant pernelyg didelio testavimų nepalankiausiomis sąlygomis scenarijų suderinamumo. Gairėmis turėtų būti siekiama užtikrinti, kad investicinio fondo lygmeniu atliekami testavimai nepalankiausiomis sąlygomis būtų kuo tikslesni ir tinkamesni, nes taip liktų mažiau abejonių dėl visos sistemos lygmeniu esančios rizikos lygio.

**C rekomendacija atitinka Reglamente (ES) 2017/1131 nustatytą ESRV pareigą teikti gaires dėl PRF testavimo nepalankiausiomis sąlygomis.** Pagal šį Reglamentą ESRV privalo parengti gaires dėl testavimo nepalankiausiomis sąlygomis scenarijuose naudotinių bendrų pamatinių parametrų.

**Fondų valdytojai privalo reguliariai atlikti jų valdomų investicinių fondų testavimus nepalankiausiomis sąlygomis.** Testavimas nepalankiausiomis sąlygomis yra privalomas KIPVPS ir AIF, išskyrus atvejus, kai AIF yra finansinio svarto netaikantis uždarojo tipo AIF, arba kai laikoma, kad atlikti tokį testavimą KIPVPS nėra aktualu (Direktyvos 2010/43/ES 40 straipsnio 3 dalis, Direktyvos 2011/61/ES 16 straipsnio 1 dalis, ir Deleguotojo reglamento (ES) Nr. 231/2013 48 straipsnis). Abiejų tipų investicinių fondų valdytojai, atlikdami testavimą nepalankiausiomis sąlygomis, gali įvertinti likvidumo riziką ir įprastinėmis, ir išskirtinėmis likvidumo sąlygomis. Pagal Direktyvoje 2011/61/ES nustatytą informacijos teikimo tvarką NKI turi būti informuojamos apie testavimo nepalankiausiomis sąlygomis rezultatus; ši informacija turi būti pateikiama ir ESMA bei ESRV. Reglamente (ES) 2017/1131 išsamiai išdėstyti PRF įpareigojimai atlikti testavimus nepalankiausiomis sąlygomis; tokius įpareigojimus būtų naudinga nustatyti ir kitų tipų investiciniams fondams.

**KIPVPS nustatyti ne tokie išsamūs įpareigojimai vykdyti testavimus nepalankiausiomis sąlygomis, kokie nustatyti AIF.** Taip yra dėl kitokių KIPVPS turto ir išpareigojimų savybių (t. y. kitokios tinkamo turto apibrėžties (turtas turėtų būti likvidus), dėl kitokios investuotojų bazės (daugiausia mažmeniniai investuotojai) ir dėl kitokių teisės aktų reikalavimų.



AIF taikomos išsamesnės taisyklės dėl testavimo nepalankiausiomis sąlygomis. Jos nustatytos Deleguotajame reglamente (ES) Nr. 231/2013.

- a) Atliekant testavimą nepalankiausiomis sąlygomis, reikėtų modeliuoti turto likvidumo trūkumą ir netipiškas išpirkimo paraiškas. Reikėtų atsižvelgti bent į pastaruoju metu gautas ir numatomas gauti išpirkimo paraiškas ir įvertinti, kiek laiko reikėtų joms patenkinti. Nepalankiausiomis sąlygomis turėtų būti testuojami ir rinkos veiksniai, pavyzdžiui, valiutų kursų pokyčiai, kurie galėtų turėti poveikio AIFV arba AIF kredito profiliui. Be to, atliekant testavimą nepalankiausiomis sąlygomis turėtų būti analizuojamas vertinimo jautrumas nepalankiausiomis sąlygomis.
- b) Testavimo nepalankiausiomis sąlygomis periodiškumas priklauso nuo AIF rizikos profilio, kuris savo ruožtu priklauso nuo investavimo strategijos, likvidumo profilio, investuotojų tipo ir išpirkimo politikos. Tačiau testavimas turėtų būti atliekamas bent kartą per metus. Jeigu testavimo nepalankiausiomis sąlygomis rezultatai rodo daug didesnę, nei tikėtasi, likvidumo riziką, AIFV turėtų imtis priemonių (susijusių su AIF pobūdžio ir likvidumo valdymo politikos bei procedūrų adekvatumu) visų AIF investuotojų labui.

**ESRV atlikta fondų valdytojų apklausa apie jų vykdomo testavimo nepalankiausiomis sąlygomis praktiką atskleidė, kad dauguma Sąjungos fondų valdytojų testavimus nepalankiausiomis sąlygomis atlieka reguliariai.**

Apie 93 % ESRV apklausoje <sup>(1)</sup> dalyvavusių fondų valdytojų reguliariai atlieka visų jų valdomų investicinių fondų testavimus nepalankiausiomis sąlygomis ir papildomai atlieka tokią testavimą (arba turi galimybę tai daryti), kai tik įvyksta reikšmingų pokyčių. Kadangi apklausoje dalyvavo skirtingų tipų fondai ir fondų valdytojai, apklausos rezultatai atskleidė didžiulius testavimo nepalankiausiomis sąlygomis periodiškumo skirtumus, fondų valdytojų naudojamų testavimo nepalankiausiomis sąlygomis scenarijų skirtumus ir testavimo nepalankiausiomis sąlygomis sudėtingumo lygio skirtumus (žr. toliau).

- **Nors testavimo nepalankiausiomis sąlygomis periodiškumas turėtų priklausyti daugiausia nuo investicinio fondo savybių, testavimo periodiškumą pagal investicinio fondo savybes yra nustatę tik keletas fondų valdytojų.** Dauguma valdytojų testavimo periodiškumą nustato įmonės lygmeniu, t. y. vienodą visiems jų valdomiems investiciniams fondams. Tokia praktika pastebėta net didelėse investicinėse įmonėse, valdančiose daug skirtingų investicinių fondų. Didelė dalis fondų valdytojų, testavimo nepalankiausiomis sąlygomis periodiškumą nustačiusių investicinio fondo lygmeniu, diferencijuoja testavimo periodiškumą pagal fondo tipą, t. y. KIPVPS ar AIF, užuot diferencijavę jį pagal investicinio fondo portfelio struktūrą.
- **Didelė dalis fondų valdytojų taiko įvairius likvidumo scenarijus ir modeliuoja įvairias rinkos sąlygas.** Bet kokio testavimo nepalankiausiomis sąlygomis pagrindas – testavimo scenarijus, pagal kurį modeliuojamas labai nepalankios rinkos sąlygos. Tačiau fondų valdytojai taiko labai skirtingo nepalankumo lygio scenarijus. Kai kurie scenarijai verčia labai abejoti, ar juose tikrai modeliuojamos nepalankios rinkos sąlygos. Turto dalyje kai kurie taikomi vertės sumažinimo koeficientai yra gana maži ir todėl nėra labai tinkami dideliems rinkos likvidumo pokyčiams modeliuoti. Įsipareigojimų dalyje investiciniai fondai, praityje nepatyrę didelės išpirkimo paklausos spaudimo, neturėtų savo išpirkimų scenarijų grįsti vien tik istoriniais duomenimis.
- **Kadangi investiciniai fondai ir jų valdytojai labai skiriasi, labai skiriasi ir fondų valdytojų taikomų testavimo nepalankiausiomis sąlygomis scenarijų sudėtingumo lygis.** Kai kurie fondų valdytojai taiko paprastus hipotetinius, jokiais duomenimis nepagrįstus scenarijus, kiti kiekvienam investiciniam fondui rengia atskirus scenarijus ir taiko įmantrius statistinius metodus. Nėra lengva apibrėžti, koks likvidumo scenarijus būtų prasmingas. Kitaip nei testuojant rinkos riziką (šiuo atveju esama daugybė informacijos, kurią galima panaudoti), testuoti likvidumą yra daug sudėtingiau. Kalbant apie turto dalį, modeliuoti likvidumo profilį nepalankiausiomis sąlygomis gali būti itin sudėtinga, ypač jeigu apie sandorius atitinkamu turtu (pavyzdžiui, fiksuoto pajamingumo priemonėmis) nėra lengva gauti duomenų. Kalbant apie įsipareigojimų dalį, gali būti sudėtinga prognozuoti investuotojų elgseną nepalankiausiomis rinkos sąlygomis, nes ji priklauso nuo įvairių veiksnių, pavyzdžiui, nuo institucinių ir mažmeninių klientų santykio arba nuo to, kokią investuotojų dalį sudaro „pasyvieji“ klientai. KIPVPS atveju ši problema dar aktualesnė, nes tokių fondų valdytojai paprastai turi labai mažai informacijos apie KIPVPS investuotojų pobūdį. Su teisės aktų reikalavimais susiję aspektai atlieka, regis, tik labai nedidelį vaidmenį rengiant scenarijus. Tad testavimų scenarijai rengiami atsižvelgiant į investicinio fondo turto klasės pozicijas ir išpirkimo grafiką.

<sup>(1)</sup> Pagrindinis ESRV apklausos tikslas buvo apžvelgti Europos turto valdytojų taikomą testavimo nepalankiausiomis sąlygomis praktiką ir, visų pirma, išanalizuoti, koku mastu per konkrečių fondų testavimą nepalankiausiomis sąlygomis testuojamas likvidumas (t. y. investicinio fondo gebėjimas tenkinti didelę išpirkimo paklausą). ESRV apklausoje dalyvavo 274 fondų valdytojai, veiklą vykdančys Europos Sąjungoje. Jų buvo teiraujamasi apie jų šiuo metu taikomą likvidumo rizikos valdymo ir testavimo nepalankiausiomis sąlygomis praktiką.

**Testavimas nepalankiausiomis sąlygomis turėtų būti atliekamas modeliuojant įvairias sąlygas, pavyzdžiui, netipiškų išpirkimo paraiškų gavimo ir neįprastų turto kainų pokyčių galimybę**, taip pat gali būti atsižvelgiama į tokius įvykius kaip sandorio šalies išpareigojimų nevykdymas ir į kitą riziką (pavyzdžiui, politinę). ESMA turėtų pateikti gaires apie tai, kokių tipų scenarijus investiciniai fondai turėtų apsvarstyti rengdamiesi atlikti testavimą nepalankiausiomis sąlygomis. Tarp galimų scenarijų turėtų būti numatyti praeityje buvusiais kainų pokyčiais pagrįsti scenarijai ir hipotetiniai scenarijai. Taikant istorinius scenarijus, testavimo nepalankiausiomis sąlygomis parametrai modeliuojami pagal praeityje įvykusią krizę, tuomet skaičiuojama, koks poveikis būtų buvęs padarytas investiciniam fondui. Kadangi mažai tikėtina, jog ateityje kils tokia pati krizė, kokia jau yra buvusi, ir kadangi buvusias krizes yra gana sudėtinga atkartoti, testavimas nepalankiausiomis sąlygomis neturėtų būti atliekamas vien tik pagal istorinius scenarijus. Hipotetiniai scenarijai galėtų būti pagrįsti ekonominiais sukrėtimais arba investuotojų ar fondo valdytojo elgsenos ypatumais. Hipotetiniai scenarijai turėtų atitikti fondo tipui ir fondo strategijai būdingo jautrumo ypatumus.

**Visą testavimo nepalankiausiomis sąlygomis procesą galėtų vainikuoti atvirkštinis testavimas nepalankiausiomis sąlygomis.** Atvirkštinis testavimas nepalankiausiomis sąlygomis galėtų suteikti vertingų įžvalgų apie investicinio fondo elgseną iki jo žlugimo momento. Jį atliekant galimybė taikyti istorinius ir hipotetinius scenarijus yra ribota. Atliekdami atvirkštinius testavimus nepalankiausiomis sąlygomis fondų valdytojai galėtų iki galo išnagrinėti ir suprasti silpnąsias vietas bei pašalinti šią riziką.

**Idealu, jeigu testavimas nepalankiausiomis sąlygomis būtų atliekamas visais fondo gyvavimo etapais – nuo jo įsteigimo iki likvidavimo, taip pat ir tuomet, kai svarstoma priimti naują sprendimą dėl investavimo.** Investicinio fondo steigimo metu testavimas nepalankiausiomis sąlygomis turėtų būti atliekamas tam, kad būtų galima nustatyti ir apibrėžti investicinio fondo parametrus (pavyzdžiui, rizikos profilį ir priimtinos rizikos lygį), ypač bazinio turto likvidumo ir galimų išpirkimų dažnumo santykį, taip pat ir nepalankiomis rinkos sąlygomis. Testavimas nepalankiausiomis sąlygomis galėtų būti atliekamas ir tuomet, kai svarstoma keisti investicinio fondo strategiją, sąlygas ir investavimo sprendimus. Testavimas nepalankiausiomis sąlygomis galėtų būti naudingas ir rengiant investicinio fondo veiksmų planą nenumatytiems nepalankiems atvejams – jis padėtų išanalizuoti įvairių likvidumo rizikos valdymo priemonių panaudojimą.

**Testavimo nepalankiausiomis sąlygomis laikas ir periodiškumas turėtų būti parinktas atsižvelgiant į tokias investicinio fondo savybes kaip fondo dydis, investavimo strategija, bazinis turtas, investuotojų pobūdis ir galimų išpirkimų dažnumas.** Portfelio, kurio apyvarta didelė arba kurio investuotojų bazė dažnai keičiasi, likvidumo profilis ir rizika greičiausiai bus nepastovesni. Tokiu atveju testavimai nepalankiausiomis sąlygomis turėtų būti atliekami dažniau negu investicinių fondų, kurių investuotojų bazė stabilesnė, o išpirkimo laikotarpiai ilgesni.

**Testavimų nepalankiausiomis sąlygomis periodiškumas gali priklausyti ir nuo taikomo scenarijaus tipo.** Kai taikomi istoriniai scenarijai, statistinius metodus, pagal kuriuos šie scenarijai kuriami, galima lengviau atnaujinti pagal naujus duomenis ir testavimo nepalankiausiomis sąlygomis parametrus. Kadangi šis procesas dažnai yra mechaninis, testavimus nepalankiausiomis sąlygomis galima atlikti dažniau. Rengiant hipotetinius scenarijus būtina atlikti labiau pagal investicinio fondo specifiką pritaikytus atitinkamų investiciniam fondui aktualių veiksmų vertinimus, todėl, kadangi reikia gilesnės analizės, tokio tipo testavimai nepalankiausiomis sąlygomis gali būti atliekami rečiau.

**Šia rekomendacija nesiekama aptarti makroprudencinių testavimų nepalankiausiomis sąlygomis.** Makroprudenciniai testavimai nepalankiausiomis sąlygomis yra sritis, kurioje reikia daugiau įdirbio. Dėl duomenų ir modeliavimo apribojimų tokių modelių kol kas negalima panaudoti kaip veiksmingų priežiūros priemonių. ESRV šiuo metu analizuoja makroprudencinių testavimų nepalankiausiomis sąlygomis vaidmenį vertinant investicinių fondų keliamą riziką finansiniam stabilumui.

### II.3.2. Nepageidaujamas poveikis

**Konkrečios gairės dėl testavimo nepalankiausiomis sąlygomis gali lemti tai, kad fondų valdytojų elgsena supanašės ir kad galiausiai suvienodės investicinių fondų taikomi investavimo modeliai.** Tai gali padidinti riziką, kad ateityje vyraus minios instinkto padiktuota elgsena, ir sistemine finansine rizika. Be to, daugiau gairių galėtų reikšti daugiau testavimų nepalankiausiomis sąlygomis, tad ir didesnes išlaidas, o tai ypač aktualu mažesnių fondų valdytojams.

## II.4. D rekomendacija. KIPVPS atskaitomybė

### II.4.1. Ekonominis pagrindimas ir pageidaujamas poveikis

#### D rekomendacijos 1 dalis. KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonių prievolė teikti duomenis

**Kadangi šiuo metu nėra suderintos atskaitomybės sistemos, kuri būtų taikoma visose valstybėse narėse, negalima visapusiškai įvertinti ir stebėti, kiek dėl KIPVPS veiklos didėja rizika finansiniam stabilumui.** Nors daugelyje Sąjungos šalių yra nustatytos KIPVPS atskaitomybės prievolės, apklausos rezultatai atskleidė, kad atskaitomybės praktika labai skiriasi – skiriasi duomenų teikimo periodiškumas, duomenis privalančių teikti KIPVPS ratas ir patys teikiami duomenys<sup>(1)</sup>. Todėl neįmanoma iš nacionalinių duomenų apskaičiuoti suvestinių rodiklių ir Sąjungos mastu stebėti, pavyzdžiui, KIPVPS likvidumo ir svarto rizikos raidą.

**ECB turimų statistikos duomenų apie investicinius fondus nepakanka norint užtikrinti visapusišką KIPVPS likvidumo ir svarto rizikos vertinimą ir stebėseną.** Nors, pasinaudodamos ECB turimais statistikos duomenimis, o konkrečiau – informacija apie plačias balanso turto ir išsipareigojimų kategorijas, įskaitant suskirstymą pagal terminus, reguliavimo institucijos gali stebėti padėtį euro zonos investicinių fondų sektoriuje, tokios informacijos nepakanka norint tinkamai įvertinti riziką. Visų pirma, nėra detalių duomenų apie prekybą konkrečiomis finansinėmis priemonėmis ir apie konkrečias pozicijas, o tokie duomenys yra būtini norint tinkamai įvertinti KIPVPS portfelių likvidumo raidą. Be to, neįmanoma tinkamai įvertinti finansinio svarto naudojimo tendencijų, nes iš turimų duomenų (t. y. apie skolinimąsi) galima apskaičiuoti tik svarto naudojimo mastą. Išsamesnio svarto mato, taip pat svarto naudojimo per išvestines finansines priemones (t. y. sintetinio svarto) mato, nėra. Be to, ECB kol kas neturi diferencijuotų statistikos duomenų apie KIPVPS ir AIF, o juos turėti yra svarbu tinkamam rizikos vertinimui, nes šiems fondams taikomi labai skirtingi reikalavimai.

**Sąjungos mastu suderinta KIPVPS atskaitomybės sistema būtų naudinga stebėsenai vykdyti; be to, sumažėtų esami atskaitomybės trūkumai ir išlaidos tiek kompetentingoms institucijoms, tiek pačiam sektoriui.** Įsigaliojus Direktyvai 2011/61/ES, tiek NKI, tiek AIF pagerino savo techninius gebėjimus ir sukaupė patirties išsamios Sąjungos lygio atskaitomybės sistemos pagal Direktyvą 2011/61/ES klausimu. Kadangi nauja KIPVPS atskaitomybės sistema būtų kuriama esamų techninių atskaitomybės sistemų pagrindu, tiek kompetentingoms institucijoms, tiek fondų valdytojams, valdantiems AIF ir KIPVPS, arba KIPVPS fondų valdytojams, veikiančioms skirtingose šalyse pagal skirtingus atskaitomybės reikalavimus, didesnė atskaitomybės sinergija būtų naudinga.

**Kurdama KIPVPS atskaitomybės sistemą Komisija turėtų atsižvelgti į tai, kad KIPVPS taikoma griežtesnė reguliavimo tvarka negu AIF.** Todėl tinkamai KIPVPS keliamos rizikos finansiniam stabilumui stebėsenai užtikrinti pakaktų siauresnės atskaitomybės sistemos.

**Komisija turėtų atsižvelgti ir į kitas vykdomas iniciatyvas, galinčias turėti poveikio tokiai suderintai atskaitomybei.** Komisija turėtų atsižvelgti į ESMA ir NKI įdirbį tokios atskaitomybės klausimu, taip pat į galimas naujas, alternatyvias/pakoreguotas svarto priemones, kurias šiuo metu rengia IOSCO. Be to, turėtų būti atsižvelgta ir į Reglamente (ES) 2017/1131 dėl pinigų rinkos fondų nustatytus atskaitomybės reikalavimus.

**Nustačius išsamius atskaitomybės apie likvidumo ypatumus reikalavimus būtų galima stebėti dėl KIPVPS likvidumo keitimo veiklos ir neatitikimų galinčią sistemine riziką.** KIPVPS taikomos išsamios taisyklės dėl turto tinkamumo, todėl jie paprastai investuoja į likvidesnę turtą, nors kai kurie KIPVPS gali investuoti ir į mažiau likvidų turtą, pavyzdžiui, į tam tikrų tipų obligacijų fondus (besivystančių rinkų ar didelio pajamingumo obligacijas). Kadangi KIPVPS taikomi ir minimalūs reikalavimai dėl išpirkimų dažnumo, jie gali kelti ir didesnę likvidumo riziką. Šiuo metu galiojančiais teisės aktais nėra panaikinta duomenų apie KIPVPS spraga, nes KIPVPS neprivalo teikti informacijos NKI taip, kaip tą daro AIF. Todėl šiuo metu galiojanti atskaitomybės sistema nėra visaapimanti (Direktyva 2011/61/ES plg. su Direktyva 2009/65/EB) ir nenumato suderintų likvidumo rizikos rodiklių, kuriuos būtų prasminga ir paprasta apskaičiuoti ir interpretuoti. Visa tai itin svarbu norint vykdyti stebėseną makroprudenciniu lygmeniu ir pagal individualius iš sektoriaus ir skirtingų šalių gautus duomenis apskaičiuoti suvestinius rodiklius.

<sup>(1)</sup> Pavyzdžiui, Liuksemburgo finansų sektoriaus priežiūros komisija (*Commission de Surveillance du Secteur Financier*, CSSF) 2016 m. pradžioje įvedė reikalavimą, kad KIPVPS du kartus per metus teiktų duomenis apie riziką, t. y. duomenis apie įvairius rizikos veiksnius, pavyzdžiui, svartą, sandorio šalies riziką, kredito riziką ir likvidumo riziką. Daugiau informacijos pateikta internete adresu <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>

**Kad būtų galima stebėti KIPVPS likvidumo neatitikimus, KIPVPS turėtų būti įpareigoti teikti informaciją ir apie turtą, ir apie įsipareigojimus.** AIFV privalo teikti informaciją apie savo AIF likvidumo profilį, ir tai suteikia naudingos informacijos apie tai, kaip AIFV vertina turto, į kurį AIF investavo, likvidumą, ir apie jo investuotojų struktūrą. Panašus reikalavimas galėtų būti nustatytas ir KIPVPS, papildant dar ir įpareigojimu teikti informaciją apie įvairias KIPVPS galimas taikyti ir taikytas likvidumo valdymo priemones. Kita informacija, kurią galėtų būti reikalaujama teikti, galėtų būti, pavyzdžiui, informacija apie praityje vykdytų išpirkimų dydį.

**Visapusiškai įvertinti, kiek dėl KIPVPS veiklos gali padidėti finansinė/sisteminė rizika, padėtų ir kiti duomenys.** Visų pirma, naudinga būtų turėti informacijos apie svarto šaltinius, kad būtų galima tinkamai įvertinti riziką, kuri galėtų kilti, pavyzdžiui, dėl to, kad KIPVPS naudoja svartą. Be kitos informacijos, KIPVPS turėtų teikti ir informaciją apie investavimo strategiją, apie finansines priemones, kuriomis prekiauja, ir apie konkrečias pozicijas, taip pat apie rinkos rizikos profilį, sandorio šalies ir kredito rizikos profilį bei likvidumo rizikos profilį. Tokia informacija leistų nustatyti skubių pardavimų riziką, sandorio šalių koncentraciją ir sąsajas su visa finansų sistema. Turėtų būti teikiama ir informacija apie išvestinių finansinių priemonių pozicijų kategorijas ir apie metodus bei finansines priemones, pavyzdžiui, atpirkimo sandorius ar vertybinių popierių skolinimo sandorius. Labai panašūs atskaitomybės reikalavimai nustatyti Direktyvoje 2011/61/ES. Juos būtų galima papildyti konkrečiai KIPVPS taikomomis nuostatomis, pavyzdžiui, dėl efektyvaus portfelio valdymo. AIFV privalo teikti informaciją apie rizikos profilį ir pagrindines turto, į kurį AIF yra investavęs, kategorijas, taip pat apie atitinkamas bendrąsias, ilgąsias ir trumpąsias išvestinių finansinių priemonių pozicijas. Tačiau AIFV privalo teikti informaciją ir apie skolinimosi pinigėmis išsprendžiamais šaltiniais. <sup>(1)</sup>

**Ekonomikos požiūriu nemaža KIPVPS sektoriaus dalis taiko strategijas, pagal kurias svertas, įskaitant ir sintetinį, ribojamas tik netiesiogiai.** Kalbant apie finansinio svarto naudojimą per vertybinių popierių įsigijimo finansavimo sandorius arba sintetinio svarto naudojimą per išvestinių finansinių priemonių pozicijas, KIPVPS leidžiama turėti ne didesnes negu jo visa GTV pozicijas (apskaičiuojamas įsipareigojimų metodu) (žr. 1b intarpą). Tačiau pagal Direktyvą 2009/65/EB valstybės narės gali leisti KIPVPS savo bendrą poziciją apskaičiuoti ne įsipareigojimų, o rizikos vertės (RV) metodu arba pagal kitą pažangią rizikos vertinimo metodiką <sup>(2)</sup>. Šių investicinių fondų teisė naudoti svartą yra ribojama tik netiesiogiai – ribojant investicinio fondo rinkos riziką <sup>(3)</sup>. Kitaip sakant, *absoliučios* VR metodą taikančių fondų absoliuti RV negali būti didesnė negu 20 % jų GTV. *Santykinės* RV metodą taikančių investicinių fondų RV negali būti daugiau negu dvigubai didesnė už pagal tą RV modelį apskaičiuotą panašaus, bet svarto nenaudojančio portfelio nuostolio riziką. Svarbu pažymėti, kad svertas, kurį leidžiama naudoti taikant šiuos RV metodus, gali būti didesnis negu būtų leidžiamas pagal įsipareigojimų metodą, priklausomai nuo bazinio turto vertės svyravimų. ESRV atliktos 11 Sąjungos šalių apklausos duomenimis VR metodus bendrai pozicijai apskaičiuoti taikančių KIPVPS fondų GTV gali sudaryti nuo 27 % iki 50 % viso Sąjungos KIPVPS sektoriaus GTV.

**Turėtų būti siekiama užtikrinti, kad visiems KIPVPS ir AIF būtų taikomi vienodi atskaitomybės apie svartą reikalavimai, nes tai padėtų vykdyti investicinių fondų, kuriems netaikomi svarto apribojimai, stebėseną Sąjungos investicinių fondų sektoriuje.** FST rekomenduoja, kad institucijos rinktų duomenis apie investicinių fondų svartą, stebėtų svarto naudojimą investiciniuose fonduose, kuriems netaikomi svarto apribojimai arba kurie gali kelti didelę su svartu susijusią riziką finansų sistemai, ir prireikus imtųsi veiksmų. Be to, IOSCO buvo paprašyta identifikuoti ir (arba) parengti suderintas investicinių fondų svarto priemones, kad būtų galima vykdyti prasmingesnę svarto stebėseną finansinio stabilumo tikslais, ir padėti užtikrinti, kad iki 2018 m. pabaigos jau būtų galima tiesiogiai lyginti investicinių fondų rodiklius pasauliniu lygmeniu <sup>(4)</sup>. Todėl galutinis tikslas turėtų būti suderinta atskaitomybė svarto klausimu, atitinkanti suderintas svarto priemones, kurias IOSCO turėtų identifikuoti ir (arba) parengti. KIPVPS atskaitomybės sistema ir AIF atskaitomybė svarto klausimu pagal Direktyvą 2011/61/ES turėtų būti derinamos šia kryptimi ir turėtų padėti vykdyti svartą naudojančių investicinių fondų stebėseną visame Sąjungos investicinių fondų sektoriuje. Todėl Komisija turėtų parengti suderintą sistemą visai Sąjungai ir visiems KIPVPS bei AIF, atsižvelgdama į tarptautinį matmenį ir į siekį užtikrinti vienodą įvairių svarto apskaičiavimo metodų (sąlyginio (angl. *notional*), bendrojo (angl. *gross*) ir įsipareigojimų (angl. *commitment*)) taikymą. Tai taip pat padėtų stebėti tų KIPVPS, kuriems taikomi netiesioginiai svarto apribojimai, svartą.

<sup>(1)</sup> Žr., pvz., Deleguotojo reglamento (ES) Nr. 231/2013 IV priedą.

<sup>(2)</sup> Žr., pvz., Direktyvos 2010/43/ES 41 straipsnio 3 dalį.

<sup>(3)</sup> 2010 m. liepos 28 d. CESR (3 lygio) gairės dėl KIPVPS rizikos vertinimo ir bendros pozicijos apskaičiavimo bei sandorio šalies rizikos (*Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*)

<sup>(4)</sup> Žr. 2017 m. sausio mėn. FST rekomendacijų dėl turto valdymo veiklos lemtų struktūrinių trūkumų šalinimo politikos (*Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*) 10 ir 11 rekomendacijas.

Teikdami informaciją apie svertą pagal Direktyvoje 2011/61/ES nustatytą įsipareigojimų metodą, KIPVPS turėtų prie savo pozicijos, apskaičiuotos pagal KIPVPS įsipareigojimų metodą, pridėti savo GTV. Šiuo metu metodai, nustatyti Direktyvose 2009/65/EB ir 2011/61/ES pozicijoms įsipareigojimų metodu apskaičiuoti, šiek tiek skiriasi. Pagal Direktyvą 2011/61/ES AIF įsipareigojimų poziciją apskaičiuoja kaip visų pozicijų absoliučiuųjų verčių sumą, o KIPVPS fondai privalo apskaičiuoti tik papildomą poziciją, susidariusią dėl finansinio sverto naudojimo (žr. 3 lentelę). Kadangi KIPVPS neleidžiama investavimo tikslais skolintis neužtikrintų piniginių lėšų, o pozicijų, susidariusių dėl vertybinių popierių įsigijimo finansavimo sandorių ir išvestinių finansinių priemonių, apskaičiavimo taisyklės yra panašios į Direktyvoje 2011/61/ES nustatytas taisykles, KIPVPS įsipareigojimų metodas gali būti suderintas su Direktyva 2011/61/ES nustatant reikalavimą, kad KIPVPS prie savo pozicijos pridėtų GTV.

Naujoje KIPVPS atskaitomybės tvarkoje turėtų būti numatytas reikalavimas teikti informaciją ne tik apie riziką, bet ir apie testavimus nepalankiausiomis sąlygomis. KIPVPS turėtų teikti informaciją ir apie standartizuotų testavimų nepalankiausiomis sąlygomis pagal vieną kintamąjį rezultatą, ir apie fondų valdytojų parengtus testavimo nepalankiausiomis sąlygomis scenarijus bei testavimo pagal juos rezultatus.

3 lentelė

## Investicinių fondų pozicijos apskaičiavimas įsipareigojimų metodu

	AIFVD	KIPVPS	
	Dabartinis skaičiavimas		Rekomenduojami pakeitimai
<b>Bendros pozicijos apibrėžtis</b>	Visų pozicijų absoliučiuųjų verčių suma	Papildoma pozicija ir finansinis svertas, susidarę naudojant finansines išvestines priemones	Pridėti grynąsias turto vertes
<b>Finansinis svertas</b>	<b>Skolinimosi pinigėmis lėšomis pakartotinis panaudojimas</b>		
	Didesnioji iš šių verčių: realizuotos investicijos rinkos vertė arba bendra pasiskolintų pinigų suma	Neleidžiama investavimo tikslais skolintis neužtikrintų piniginių lėšų	nėra
	<b>Vertybinių popierių įsigijimo finansavimo sandoriai</b>		
	Gauto ir reinvestuoto įkaito (taip pat ir piniginių) rinkos vertė	Gauto ir reinvestuoto įkaito (taip pat ir piniginių) rinkos vertė	nėra
<b>Grynasis sintetinis svertas</b>	<b>Išvestinės finansinės priemonės</b>		
	Lygiaverčių bazinio turto pozicijų rinkos verčių suma atsižvelgus į užskaitos ir apsidraudimo susitarimus	Lygiaverčių bazinio turto pozicijų rinkos verčių suma atsižvelgus į užskaitos ir apsidraudimo susitarimus	nėra

## **D rekomendacijos 2 dalis. Informaciją teikiantys KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonės ir atskaitomybės periodiškumas**

**D rekomendacijos 1 dalyje nurodytus duomenis kartą per ketvirtį turėtų teikti finansinio stabilumo požiūriu pakankamai reikšminga visų KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonių dalis.** Investicinių fondų portfelių sudėtis, portfelių likvidumas ir svarto naudojimas (ypač per išvestinių finansinių priemonių naudojimą) gali per trumpą laiką labai pasikeisti. Todėl, norint vykdyti tinkamą stebėseną ir prirėkus imtis veiksmų, jeigu dėl tokių pasikeitimų galėtų padidėti rizika finansiniam stabilumui, duomenis reikėtų gauti bent kartą per ketvirtį. Kadangi KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonės laikosi skirtingų investavimo strategijų ir yra skirtingo dydžio, pavienių investicinių fondų ar jų grupių įtaka sisteminei rizikai taip pat gali būti labai skirtinga. Finansinio stabilumo požiūriu, jeigu informaciją kas ketvirtį teiktų pakankamai didelė KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonių dalis, to pakaktų tinkamai stebėsenai vykdyti ir kartu būtų ribojama viso sektoriaus atskaitomybės našta.

**Į tą dalį KIPVPS, kurie turėtų kas ketvirtį teikti informaciją, turėtų įeiti bent tie KIPVPS, kurie savo bendrą poziciją apskaičiuoja RV metodu.** Kadangi tokie KIPVPS vykdo sandorius su išvestinėmis finansinėmis priemonėmis, jų investavimo strategijos paprastai būna sudėtingesnės ir jie gali naudoti didelį svartą. Svarstydama, kokiems KIPVPS nustatyti atskaitomybės prievolę, Komisija turėtų atsižvelgti ne tik į pirmiau minėtą savybę, bet ir į valdomo turto dydį ir galbūt į investavimo strategiją bei likvidumo profilį, kad informaciją kas ketvirtį teiktų pakankamai reikšminga KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonių dalis.

**Kad būtų galima veiksmingai stebėti padėtį ir ar apskritai KIPVPS sektoriuje nedidėja rizika finansiniam stabilumui, pakankamai reikšminga KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonių dalis pakankamą rinkinį duomenų turėtų teikti bent kartą per metus.** Nustačius reikalavimą, kad pakankama KIPVPS sektoriaus dalis kartą per metus teiktų duomenis, ir panaudojant apie AIF turimus duomenis būtų galima visame Sąjungos investicinių fondų sektoriuje vykdyti bendros padėties stebėseną. Reikėtų atkreipti dėmesį, kad metinė atskaitomybė atitiktų Direktyvoje 2011/61/ES nustatytą minimalų atskaitomybės periodiškumą. Taip būtų užtikrinta, kad su investicinių fondų sektoriumi (tiek su KIPVPS, tik su AIF) susijusią riziką finansiniam stabilumui būtų galima įvertinti bent kartą per metus. Be to, būtų galima prasmingai palyginti pokyčius KIPVPS ir AIF sektoriuose ir nustatyti galimus struktūrinius pokyčius, dėl kurių gali padidėti sisteminė rizika.

**Svarstydama, kokiems subjektams reikėtų taikyti metinės atskaitomybės reikalavimą, Komisija turėtų atsižvelgti į KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonių valdomą turtą.** Atskaitomybės reikalavimo nustatymas pagal valdomą turtą atitinka esamą praktiką, taikomą nustatant atskaitomybės reikalavimus AIF. Svarstydama, kokiems subjektams reikėtų taikyti metinės atskaitomybės reikalavimą, Komisija galėtų atsižvelgti ir į kitas savybes, pavyzdžiui, ar KIPVPS naudoja svartą, koku metodu KIPVPS apskaičiuoja savo bendrą poziciją ir kokia KIPVPS investavimo strategija.

**Svarstant, koku periodiškumu KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonės turėtų teikti duomenis, galima kaip orientyru vadovautis Direktyvoje 2011/61/ES nustatytu AIF atskaitomybės periodiškumu, ir rinktis iš trijų kategorijų (ketvirtinė arba metinė atskaitomybė arba atskaitomybės reikalavimas iš viso netaikomas).** Pagal dabartinę tvarką, leidimą turintys AIFV, valdantys Sąjungos AIF, (kaip ir tie KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonės, kurie turi gauti leidimą ir kurie yra įsteigti ES) duomenis privalo teikti tokiu periodiškumu <sup>(1)</sup>:

- AIFV, valdantys AIF, kurių visas valdomas turtas nesiekia 100 mln. eurų, gali rinktis, ar kreiptis dėl veiklos leidimo, ir informaciją tiek valdytojo, tiek AIF lygmeniu teikia kartą per metus,
- jeigu visas AIFV valdomas turtas yra didesnis negu 100 mln. eurų, bet mažesnis negu 1 mlrd. eurų, AIFV privalo tiekti informaciją – tiek valdytojo, tiek AIF lygmeniu – du kartus per metus, išskyrus tuos fondus, kurių valdomas turtas viršija 500 mln. eurų,
- jeigu visas AIFV valdomas turtas yra didesnis negu 1 mlrd. eurų, AIFV privalo tiekti informaciją – tiek valdytojo, tiek AIF lygmeniu – kas ketvirtį.

<sup>(1)</sup> ESMA gairės dėl ataskaitų teikimo pagal AIFVD 3 straipsnio 3 dalies d punkto ir 24 straipsnio 1, 2 ir 4 dalių reikalavimus (ESMA/2014/869 LTL). Reikėtų atkreipti dėmesį, kad šioje nuostatoje dėl periodiškumo santraukoje nekalbama apie tų AIF, kurie investuoja į nebiržines bendroves ir emitentus, siekiami įgyti jų kontrolę, atskaitomybės periodiškumą, nes KIPVPS tokios investavimo strategijos laikytis negali.

**Komisija gali bendradarbiauti su ESMA ir NKI ir kartu rasti tinkamą būdą, pagal kurį būtų galima nustatyti, kuriems KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonėms kokie atskaitomybės reikalavimai turėtų būti taikomi.** Bendradarbiavimas su ESMA ir NKI suteiktų galimybę pasisemti žinių apie dabartinę patirtį teikiant informaciją pagal Direktyvą 2011/61/ES, kurios būtų naudingos kuriant KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonių atskaitomybės sistemą. Reikia pažymėti, kad Komisija, bendradarbiaudama su ESMA ir NKI, galbūt norės iškelti ne tik rizikos finansiniam stabilumui stebėsenos, bet ir kitus tikslus (pavyzdžiui, investuotojų apsaugos), kuriems įgyvendinti gali būti reikalinga dažniau teikti informaciją. Kai KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonių atskaitomybės sistema bus sukurta ir kurį laiką taikyta, ją reikėtų peržiūrėti ir įvertinti, ar nederėtų koreguoti jos aprėpties ir joje numatyto periodiškumo.

**Komisija turėtų siekti rasti tinkamą šių dviejų siekių pusiausvyrą: kad griežtesnės rinkos stebėsenos nauda būtų maksimali, o naujų atskaitomybės reikalavimų vykdymo išlaidos – minimalios.** Ilgainiui KIPVPS atskaitomybės sistemos, kuri bus panaši į šiuo metu pagal Direktyvą 2011/61/ES taikomą techninę atskaitomybės sistemą, naudą turėtų pajusti visos šalys. Tačiau pradžioje tiek investiciniai fondai, tiek priežiūros institucijos patirs išlaidų dėl perėjimo prie naujosios KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonių atskaitomybės sistemos. Kompetentingoms institucijoms šios išlaidos bus nevienodos – tos kompetentingos institucijos, kurių šalyse atskaitomybės reikalavimai netaikomi, turbūt patirs daugiausia išlaidų. KIPVPS valdymo įmonių išlaidos, susijusios su naująja suvienodinta KIPVPS atskaitomybės sistema, taip pat labai skirsis. Pavyzdžiui, skirtingose šalyse veikiančių KIPVPS valdymo įmonės iš pradžių patirs papildomų išlaidų, tačiau pagerės jų bendras atskaitomybės efektyvumas, todėl išlaidos bus mažesnės negu šiuo metu, kai joms tenka laikytis skirtingose šalyse taikomų skirtingų atskaitomybės reikalavimų. Panaši situacija ir dėl tų valdymo įmonių, kurios valdo ir KIPVPS, ir AIF – jos patirs tik nedidelių vienkartinį išlaidų ir informaciją apie KIPVPS teiks pagal esamas AIF taikomas atskaitomybės sistemas. Didžiausių išlaidų dėl naujosios KIPVPS atskaitomybės sistemos trumpuoju laikotarpiu metu patirs mažų ir tik vienoje šalyje veiklą vykdančių KIPVPS valdymo įmonės, nes joms nauda dėl didesnio atskaitomybės efektyvumo bus geriausiai atveju nedidelė palyginti su esama padėtimi. Dėl naujosios atskaitomybės sistemos valdymo įmonės patirs vienkartinį papildomų administravimo ir atitikties užtikrinimo išlaidų, susijusių su atskaitomybės sistemos įdiegimu, o vėliau – periodinių išlaidų, susijusių su atskaitų rengimu. Tokios papildomos išlaidos savo ruožtu gali skatinti masto ekonomiją, tad galbūt gali turėti poveikio ir sektoriaus struktūrai.

#### **D rekomendacijos 3 dalis. Suderinta atskaitomybė ir dalijimasis informacija**

**NKI turėtų būti įpareigotos iš KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonių gautą informaciją perduoti kitoms Sąjungos institucijoms, ESMA ir ESRV.** Nustačius privalomą keitimąsi informacija būtų galima atlikti kolektyvinę galimo KIPVPS veiklos poveikio sisteminei rizikai analizę ir parengti bendrą atsaką. Be to, gali nutikti, kad kurioje nors ar keliose valstybėse narėse kuris nors ar keletas KIPVPS taps svarbiu kurios nors kredito įstaigos ar kitos sistemiškai svarbios įstaigos sandorio šalies rizikos šaltiniu. Tai tik patvirtina tinkamo dalijimosi gauta informacija su kitomis institucijomis svarbą.

**Komisijai rekomenduojama naująją KIPVPS atskaitomybės sistemą kurti atsižvelgiant į šiuo metu galiojančias dalijimosi informacija pagal Direktyvą 2011/61/ES nuostatas ir praktiką<sup>(1)</sup>.** Pagal Direktyvą 2011/61/ES NKI privalo iš AIF ir AIFV gautą informaciją perduoti ir kitoms institucijoms, ESMA ir ESRV. ESMA ir ESRV informacija, pateikta pagal Direktyvą 2011/61/ES, viena su kita dalijasi pagal susitarimo memorandumą. Buveinės valstybės narės NKI gali reikalauti periodiškai arba iškilus poreikiui pateikti ir kitą, pagal atskaitomybės sistemą nenumatytą, informaciją, jeigu tai būtina veiksmingai sisteminei rizikai stebėsenos užtikrinti. Galiausiai, suderinta dalijimosi informacija pagal Direktyvą 2011/61/ES sistema numatyta ir ESMA parengtuose TĮS, kuriuose išdėstyta tvarka, pagal kurią NKI dalijasi informacija tarpusavyje ir su ESMA.

#### **II.4.2. Nepageidaujamas poveikis**

**Dėl naujosios KIPVPS atskaitomybės sistemos kils išlaidų, susijusių su duomenų rinkimo ir dalijimosi jais procesais, kuriuos turės įdiegti ir valdymo įmonės, ir NKI.** Todėl imantis bet kokių veiksmų, skirtų sugriežtinti KIPVPS ir KIPVPS valdymo įmonių atskaitomybę, reikėtų tinkamai vadovautis proporcingumo principu ir siekti sumažinti išlaidas. Sugriežtinta KIPVPS atskaitomybė gali užkrauti nereikalingą našą visų pirma mažesniesiems šio sektoriaus atstovams. Todėl kuriant KIPVPS atskaitomybės sistemą ir nustatant atskaitomybės reikalavimus reikėtų įvertinti galimą kiekvieno investicinio fondo veiklos poveikį sisteminei rizikai. Kuriant KIPVPS atskaitomybės sistemą reikėtų paieškoti ir kitų būdų, kaip būtų galima sumažinti su ja susijusias išlaidas, ir atsižvelgti į esamas atskaitomybės sistemas, dėl kurių techniniai standartai jau yra parengti tiek paties sektoriaus, tiek kompetentingų institucijų. Visų pirma, kadangi nemažai KIPVPS valdymo įmonių turi ir AIF veiklos leidimus, o nemaža dalis KIPVPS ir AIF pateiktinos informacijos greičiausiai

<sup>(1)</sup> Žr., pvz., Direktyvos 2011/61/ES 50, 52 ir 54 straipsnius.

sutaps, būtų protinga KIPVPS atskaitomybės sistemą rengti esamos Direktyvoje 2011/61/ES nustatytos atskaitomybės sistemos pagrindu. Be to, kuriant KIPVPS atskaitomybės sistemą reikėtų kuo labiau atsižvelgti ir į kitus duomenis, kuriuos šie investiciniai fondai privalo teikti pagal jau galiojančius reikalavimus, visų pirma, į Europos Centriniam Bankui teikiamą informaciją apie investicinių fondų balansus. Teikdami šią informaciją investiciniai fondai jau teikia išsamius duomenis apie savo turtą ir įsipareigojimus (žr. Europos Centrinio Banko reglamentą (ES) Nr. 1073/2013<sup>(1)</sup>). Tačiau tokie duomenys negaunami iš visos Sąjungos ir paprastai jie nėra pakankamai detalūs, kad iš jų būtų galima patikimai spręsti apie investicinių fondų likvidumo riziką ir svertus.

## II. E rekomendacija. Gairės dėl Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnio

### II.5.1. Ekonominis pagrindimas ir pageidaujamas poveikis

#### E rekomendacijos 1 dalis. Su svirtu susijusios sisteminės rizikos vertinimas

**Investicinių fondų valdytojai privalo NKI teikti detalius duomenis apie kiekvieną jų valdomą, svirtą naudojančią AIF.** Šie duomenys (o jų gali būti iki 301 vieneto) – tai išsami informacija apie investicinio fondo naudojamą svirtą, dydį, investavimo strategijas, pagrindines pozicijas, geografinę veiklos teritoriją, investuotojus ir jų koncentraciją, finansines priemones, kuriomis prekiaujama, rinkos riziką, sandorio šalies rizikos profilį, likvidumo profilį (įskaitant išpirkimų profilį) ir operacinės bei kitokios rizikos aspektus. Reikia pažymėti, kad tie AIF, kurių sverto rodiklis daugiau negu tris kartus viršija jų GTV, apskaičiuotą įsipareigojimų metodu, turi būti vertinami kaip naudojantys didelį svirtą. Tokių fondų valdytojai privalo papildomai pateikti duomenis ir apie penkis didžiausius jų pasiskolintų piniginių lėšų ar vertybinių popierių šaltinius.

**Pagal NKI turimus detalius duomenis įvertinti su svirtu susijusią sisteminę riziką galima, tačiau nacionalinė praktika šių duomenų klausimu labai skirtinga.** Pavyzdžiui, duomenys teikiami pagal du sverto matus – bendrąjį ir grynąjį (pastarasis rodo sverto pozicijas, naudojamas užskaitos ar apsidraudimo tikslais), o institucijos gali laikytis skirtingų pozicijų dėl šių matų taikymo ir interpretavimo. Be to, esama nacionalinių skirtumų dėl to, ar būtina į vertinimą įtraukti ne tik informaciją apie sverto naudojimą, bet ir kitą informaciją. Gali skirtis nuomonės ir dėl poreikio vertinti, kokiu mastu AIF naudojamas svirtas prisideda prie sisteminės rizikos didėjimo.

**Dėl tarptautinio AIF sektoriaus pobūdžio kyla poreikis laikytis labiau suderintos pozicijos dėl su svirtu susijusios rizikos vertinimo ir galimų jos mažinimo priemonių.** AIF dažnai investuoja į kitose šalyse veiklą vykdančias finansų įstaigas ir turi su jomis sąsajų, tad galimas investicinių fondų sverto mažinimo ar žlugimo ekonominis poveikis gali būti juntamas ne tik tose šalyse, kuriose AIF yra įsteigti. Be to, fondų valdytojams ir (arba) jų investiciniams fondams yra gana paprasta persikelti į kitas šalis, o tai tik dar kartą patvirtina, kaip svarbu labiau suderinti vertinimus ir galimas rizikos mažinimo priemones.

**Siekiant užtikrinti, kad NKI pagal vienodą metodiką vertintų, ar tenkinamos sąlygos, kad reikėtų imtis su svirtu susijusių priemonių, ESMA pirmiausia turėtų pateikti gaires dėl bendro rodiklių rinkinio.** Parengus tokias gaires būtų galima efektyviau panaudoti tą didelį kiekį informacijos, kuri pagal Direktyvą 2011/61/ES teikiama NKI, o NKI būtų paskatintos vertinti, kokiu mastu AIF sektoriuje naudojamas svirtas didina sisteminę riziką. Norint parengti politikos priemones pagal Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnį, įskaitant makroprudencines sverto ribas ar kitus AIF valdymui taikomus apribojimus, reikia sistemos, pagal kurią būtų galima įvertinti, ar priemonėmis, kurios galiausiai taikomos investicinio fondo lygmeniu, veiksmingai ribojamas sverto poveikis sisteminės rizikos didėjimui AIF sektoriuje.

**Siekiant suderinto rodiklių naudojimo, ESMA turėtų parengti ir gaires dėl rodiklių interpretavimo.** Šiuo metu ESMA rengia ES lygmeniu taikytiną duomenų rinkinį, į kurį įeis visi duomenys, kurie šiuo metu nacionaliniu lygmeniu teikiami NKI pagal Direktyvą 2011/61/ES. Kai šis duomenų rinkinys bus parengtas, ESMA galės parengti kiekybines gaires dėl šių rodiklių interpretavimo atliekant vertinimus, pavyzdžiui, analizuojant pagrindinę suvestinę statistiką apie konkrečius rodiklius, pavyzdžiui, vidurkius, medianas, mažiausius ir didžiausius nurodytas vertes ir nurodytų verčių pasiskirstymą.

<sup>(1)</sup> 2013 m. spalio 18 d. Europos Centrinio Banko reglamentas (ES) Nr. 1073/2013 dėl investicinių fondų turto ir įsipareigojimų statistikos (ECB/2013/38) (OL L 297, 2013 11 7, p. 73)



**Vertinimo sistemoje turėtų būti numatyti rodikliai, parodantys svarto lygį, šaltinį ir įvairius panaudojimo būdus.** Dėl finansinio svarto naudojimo vykdant skolinimosi ar vertybinių popierių įsigijimo finansavimo sandorius didėja investicinio fondo finansavimo likvidumo rizika, nes gali padidėti skolinimo kaštai arba garantinės įmokos reikalavimai, o dėl sintetinio svarto naudojimo didėja fondo neatsparumas sukrėtimams išvestinių finansinių priemonių rinkose, taip pat rizika, kad dėl reikalavimo sumokėti/papildyti garantinę įmoką šiek tiek kritus kainoms fondas gali būti priverstas skubiai parduoti turto.

**Vertinimo sistema turėtų kiek įmanoma labiau aprėpti toliau aprašytus kanalus, kuriais gali pasireikšti sisteminė rizika.**

- a) **Galimas pavienių fondų ir viso AIF sektoriaus veiklos poveikis skubių pardavimų rizikai.** Vienas iš skubių pardavimų rizikos aspektų – investicinio fondo išpirkimų profilis. Dažnai (ypač kasdien) išpirkimo paraiškas priimančios ir trumpus išpėjimo laikotarpius taikantys investiciniai fondai yra mažiau atsparūs masinio investicijų atsiėmimo pavojui, dėl kurio gali tekti skubiai parduoti turto. Kitas investicinio fondo išpirkimų profilio aspektas – investuotojų bazė: kuo didesnė vieno tipo investuotojų koncentracija (ypač jeigu dar ir išpirkimo paraiškos priimamos dažnai), tuo didesnė skubių pardavimų rizika, nes poreikis skubiai parduoti turto gali iškilti net ir tik vienam ar keletui investuotojų nusprendus atsiimti investicijas. Antras skubių pardavimų rizikos aspektas – investicinio fondo likvidumo profilis. Nuo investicinio fondo portfelio likvidumo priklauso fondo gebėjimas patenkinti išpirkimo paraiškas ir (arba) sumokėti/papildyti garantinę įmoką be būtinybės skubiai parduoti turto. Gebėjimas likviduoti portfelio dalis labai priklauso nuo investicinio fondo portfelio savybių. Tokie aspektai kaip didelė sandorio šalies kredito pozicijų koncentracija arba didelė vieno tipo finansinių priemonių koncentracija didina tikimybę, kad sandorio šalies žlugimo atveju investiciniam fondui teks skubiai parduoti turto. Sudėtingų portfelių atveju (t. y. kai didelę jų dalį sudaro nebiržinės finansinės priemonės arba kai įkaitas naudojamas pakartotinai) toks poveikis gali būti dar didesnis.
- b) **Investicinių fondų ir viso AIF sektoriaus tiesioginės tarpusavio sąsajos su finansų įstaigomis.** Dėl svarto naudojimo gali padidėti rizika, kad investicinis fondas susidurs su finansiniais sunkumais, o šie gali būti perduoti investicinio fondo sandorio šalims ir visai finansų sistemai („sandorio šalių kanalas“). Sandorio šalimis gali būti bankai ar makleriai, turintys tiesioginių prekybos santykių su svartą naudojančiu investiciniu fondu arba suteikę tokiam fondui finansavimą. Rizika iš svartą naudojančio finansinio fondo gali pasklisti po visą finansų sistemą per jo tarpusavio sąsajas su investuotojais ir per kitų finansų tarpininkų ir įmonių finansavimą („tarpusavio sąsajų kanalas“). Vienas iš fondų tiesioginių tarpusavio sąsajų vertinimo būdų – įvertinti sandorio šalies pozicijų investiciniame fonde koncentraciją. Investiciniai fondai tiesioginių sąsajų su finansų įstaigomis gali turėti ir per savo investuotojų bazę bei portfelio investicijas.
- c) **Investicinių fondų ir viso AIF sektoriaus tiesioginis arba netiesioginis dalyvavimas kredito tarpininkavimo veikloje.** Svartą naudojančiams investiciniams fondams dalyvaujant kredito tarpininkavimo veikloje šios veiklos mastai gali išaugti iki per didelio lygio ir gali kilti rizika, kad kredito tarpininkavimo procesas bus sutrikdytas kredito ciklui pasikeitus. Naudodami svartą investiciniai fondai gali tiesiogiai suteikti daugiau kreditų realiajai ekonomikai arba paskatinti bankus didinti kredito tarpininkavimo apimtį. Kalbant apie pastarąją galimybę – investiciniai fondai gali teikti tiesioginį finansavimą bankų sektoriui, investuoti į struktūrizuotus kreditus ir prisiimti kredito rizikos per išvestines finansines priemones. Sisteminė rizika gali kilti, jeigu staiga būtų nustota teikti likvidumą ir trumpalaikį finansavimą finansų įstaigoms, staiga sumažėtų kredito tarpininkavimui svarbių finansinių priemonių rinkos likvidumas arba rizika nebūtų pakankamai atskirta. <sup>(1)</sup>

**ESMA turėtų pateikti gairių dėl veiksmingos vertinimo sistemos.** Nors galimus sisteminės rizikos perdavimo kanalus teoriškai galima suskirstyti į tam tikras kategorijas, jie yra tarpiai tarpusavyje susiję ir praktiškai gali vienas kitą sustiprinti. Be to, sisteminės rizikos perdavimo šiais kanalais mechanizmai gali būti labai sudėtingi ir ilgainiui keistis. Todėl atskirais rodikliais įvertinti, koku mastu dėl investicinių fondų veiklos didėja sisteminė rizika, nėra lengva, tad tenka rinktis: ar paprasta ir veikianti sistema, ar įmantresnė ir sunkiau įgyvendinama sistema. Patariama vadovautis tokiu principu: rodikliai į sistemą turėtų būti įtraukti tik tuo atveju, jeigu jie padėtų daug paprasčiau įvertinti, koku mastu investiciniai fondai ir visas AIF sektorius prisideda prie su svartu susijusios sisteminės rizikos.

<sup>(1)</sup> Bengtsson, E., *Investment funds, shadow banking and systemic risk*, Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol. 24(1), pp. 60–73

Be to, ESMA gairės dėl vertinimo sistemos turėtų būti pakankamas pagrindas NKI paaiškinti savo sprendimą imtis makroprudencinės politikos priemonių. AIFV buveinės valstybių narių NKI turėtų informuoti ESMA, ESRV ir AIF NKI apie priežastis, dėl kurių buvo imtasi makroprudencinės priemonės siekiant apriboti mastą, kuriuo finansinio svarto naudojimas didina finansų sistemos sisteminę riziką arba sumaišties rinkose riziką<sup>(1)</sup>. Gavusi šią informaciją ESMA turėtų pateikti nuomonę dėl priemonės ir ar buvo patenkintos sąlygos imtis tokių veiksmų<sup>(2)</sup>. Parengus išsamią vertinimo sistemą būtų labiau tikėtina, kad NKI ir ESMA sutars dėl poreikio imtis priemonių.

**4 lentelėje pateikiamas bendrų rodiklių rinkinio, kuris galėtų būti įtrauktas į rekomenduojamą vertinimo sistemą, pavyzdys.** Rodikliai parengti pagal ECB ir *De Nederlandsche Bank (DNB)*<sup>(3)</sup>, *Oesterreichische Nationalbank (OeNB)*<sup>(4)</sup> ir JK Finansinių paslaugų priežiūros institucijos (FCA)<sup>(5)</sup> atliktas analizes. Pagal šiuos rodiklius galima įvertinti svarto lygį, šaltinį ir įvairius panaudojimo būdus; be to, jais siekiama kuo labiau atskleisti sisteminės rizikos plitimo kanalus. Visus rodiklius galima apskaičiuoti pagal informaciją, kuri teikiama NKI pagal Direktyvos 2011/61/ES 24 straipsnį.

4 lentelė

## Investicinių fondų keliamos rizikos finansiniam stabilumui vertinimo rodiklių rinkinio pavyzdys

		RODIKLIS		APRAŠYMAS	ID duomenys, duomenų šablonas pagal AIFVD
		Nr.	PAVADINIMAS		
1. POVEIKIO RINKAI RIZIKA	Dydis	1.1	Grynoji pozicija	Grynoji turto vertė (GTV) * svertas išsipareigojimų metodu	53, 295
		1.2	Grynoji turto vertė	GTV	53
2. SKUBAUS PARDAVIMO RIZIKA	Svertas	2.1	Grynasis svertas	Svertas išsipareigojimų metodu	295
		2.2	Bendrojo ir grynojo svarto santykis	Bendrasis svertas / svertas išsipareigojimų metodu, kaip matas, skirtas taikyti užskaitos ir apsidraudimo susitarimuose	294, 295
	Išpirkimų profilis	2.3	Išpirkimo trukmė	Kiek mažiausiai laiko (dienomis) investuotojai turi laukti, kol jų investicijos bus išpirktos	194, 195, 196

<sup>(1)</sup> Žr., pvz., Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnį.

<sup>(2)</sup> Žr., pvz., Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnio 6 dalį.

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

<sup>(4)</sup> Lehecka, G. and Ubl, E., *Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer*, OeNB Financial Stability Report 30, December 2015.

<sup>(5)</sup> 2015 m. birželio mėn. FCA rizikos draudimo fondų apklausa (*Hedge Fund Survey*)

		RODIKLIS		APRAŠYMAS	ID duomenys, duomenų šablonas pagal AIFVD
		Nr.	PAVADINIMAS		
	<b>Likvidumo neatitikimai</b>	2.4	Išpirkimo trukmė atėmus numanomą portfelio likvidumą (dienomis)	Kiek mažiausiai laiko (dienomis) investuotojai turi laukti, kol jų investicijos bus išpirktos, atėmus turto valdytojo nurodytą portfelio likvidumą	194, 195, 196, 178-184
		2.5	Grynosios turto vertės ir labai likvidaus turto santykis	Labai likvidus turtas – tai pinigai ir pinigų ekvivalentai (indėliai, komerciniai vekseliai ir kiti), į biržos sąrašus įtrauktos akcijos, finansų įstaigų išleisti investicinio reitingo vertybiniai popieriai, ES ir ES nepriklausančių G-10 šalių vyriausybės obligacijos ir investicinių fondų akcijos	53, 123
		2.6	Nelikvidaus turto dalis (% GTV)	Nelikvidus turtas – tai fizinis turtas, į biržos sąrašus neįtrauktos akcijos, neinvesticinio reitingo įmonių ir konvertuojamosios obligacijos, paskolos	53, 123
	<b>Investuotojų ir sandorio šalių koncentracija</b>	2.7	Investuotojų koncentracija	Penkiems didžiausiems investuotojams priklausanti grynosios turto vertės dalis	118
		2.8	Sandorio šalių koncentracija	Penkių svarbiausių sandorio šalių visa grynoji kredito pozicija (% GTV)	165
	3. TIESIOGINIO POVEIKIO PERDAVIMO FINANSŲ ĮSTAIGOMS RIZIKA	<b>Sąsajos per investicijas</b>	3.1	Investicijos į finansų įstaigas	Investicijų į finansų įstaigų išleistas į biržos sąrašus įtrauktas akcijas ir įmonių obligacijas ilgoji vertė (% GTV)
3.2			Investicijos į struktūrizuotus ir vertybiniais popieriais pakeistus produktus (% GTV)	Šių produktų ilgųjų pozicijų suma (% GTV): turtu užtikrinti vertybiniai popieriai (ABS), būsto hipoteka užtikrinti vertybiniai popieriai (RMBS), komercinė hipoteka užtikrinti vertybiniai popieriai (CMBS), agentūros hipoteka užtikrinti vertybiniai popieriai (Agency MBS), turtu padengti komerciniai vekseliai (ABCP), užstatu užtikrinti skoliniai įsipareigojimai (CDO), užstatu užtikrinti paskolos įsipareigojimai (CLO), struktūrizuoti sertifikatai, produktai, kuriais prekiaujama biržoje (ETP), ir kt.	53, 123

		RODIKLIS		APRAŠYMAS	ID duomenys, duomenų šablonas pagal AIFVD
		Nr.	PAVADINIMAS		
Sąsajos per investuotojų bazę	3.3	Bankai investuotojų bazėje (% GTV)	Tiesioginės sąsajos su finansų įstaigomis kaip investuotojais	209	
	3.4	Draudikai investuotojų bazėje (% GTV)			
	3.5	Pensijų fondai investuotojų bazėje (% GTV)			
	3.6	Investiciniai fondai investuotojų bazėje (% GTV)			
	3.7	Kitos finansų įstaigos investuotojų bazėje (% GTV)			
4. TIESIOGINIO KREDITO TARPININKAVIMO VEIKLOS SUTRIKDYMO RIZIKA	4.1	Investicijos į įmonių obligacijas (% GTV)	Įmonių obligacijų, konvertuojamųjų obligacijų, kurias išleido ne finansų įstaigos, (investicinio ir neinvesticinio reitingo) ilgųjų verčių suma (% GTV)	53, 123	
	4.2	Investicijos į įmonių paskolas (% GTV)	Paskolos su svertu ir kitos paskolos (% GTV)	53, 123	

## E rekomendacijos 2 dalis. Makroprudencinės svarto ribos

ESMA gali padėti NKI nustatyti svarto ribas, pateikdama gairių dėl įvairių nustatymo galimybių, įskaitant jų veiksmingumo ir efektyvumo vertinimą. Direktyvoje 2011/61/ES numatyta galimybė riboti svartą, jeigu dėl jo didėja sisteminė rizika, tačiau išsamesnių gairių dėl konkrečių ribų nustatymo nepateikiama. NKI būtų naudinga, jeigu ESMA parengtų gaires dėl svarto ribų nustatymo, o ESMA šiuo klausimu galėtų remtis Europos sisteminės rizikos valdybos rekomendacija ESRV/2013/1<sup>(1)</sup>. ESRV rekomenduoja institucijoms parengti tokias makroprudencines priemones, kurios padėtų veiksmingai ir efektyviai siekti jų politikos tikslų.

AIF svarto ribas galima laikyti veiksmingomis, jeigu jomis užkertamas kelias rizikai, kad i) teks skubiai parduoti turto, ii) poveikis bus perduotas finansinių sandorių šalims ir iii) bus sutrikdyta kredito tarpininkavimo rinka. Mažindamos šių rinkos sutrikimų tikimybę svarto ribos didina finansinį stabilumą. Vienas iš ESRV tarpinių tikslų – svarto ribomis mažinti pernelyg didelio finansinio svarto riziką<sup>(2)</sup>. Sisteminis svartas yra pernelyg didelis, kai dėl jo ekonomika tampa neatspari brangiai atsieinančioms finansų krizėms.

Kad svarto ribos būtų efektyvios, jas turėtų būti paprasta taikyti ir jomis turėtų būti galima suvaldyti nepageidaujamus padarinius. Institucijos turėtų pasirinkti tokias ribas, kurias būtų paprasta kalibruoti ir taikyti, nes taip būtų didinamas skaidrumas ir išvengta neveikimo. Be to, turėtų būti galima suvaldyti nepageidaujamus padarinius, o svarto ribos turėtų būti tokios, kad rinkos dalyviai neturėtų gudravimo ir reguliacinio arbitražo galimybių. Svarto ribos turėtų būti proporcingos investicinio fondo naudojamo svarto keliamai sistemei rizikai, kad investicinių fondų sektorius ir toliau galėtų teikti taip vertingas ekonomikai paslaugas. Pavyzdžiui, investiciniai fondai ir toliau turėtų galėti laikytis skirtingų ir aktyvių strategijų, kad rinkoje susidarius nepalankiai padėčiai galėtų sumažinti sukretimų padarinius. Vertindamos, ar svarto ribos yra reikalingos ir kokių tipų ribos būtų proporcingos sistemei rizikai, institucijos turėtų atlikti rizikos analizę ir atlikti ją panaudodamos duomenis, gautus pagal Direktyvą 2011/61/ES, bei rizikos rodiklius iš bendros rizikos vertinimo sistemos (kurią pagal E rekomendacijos 1 dalį turėtų parengti ESMA).

5 lentelėje pateikiamas įvairių svarto ribų nustatymo variantų pavyzdys, skirtas ESMA susipažinti ir įvertinti veiksmingumo ir efektyvumo požiūriu. Lentelėje aptariamose trijų tipų pastoviosios svarto ribos ir ciklinės ribos. Šie pavyzdžiai nėra baigtinis variantų sąrašas. Jis turėtų būti vertinamas tik kaip pavyzdys, kaip būtų galima įvertinti skirtingus svarto ribų nustatymo variantus.

Universalią ribą gali būti paprasta taikyti, tačiau ji gali turėti rimtų nepageidaujamų padarinių. Tokia riba gali padėti veiksmingai mažinti su svartu susijusią sisteminę riziką, jeigu tik ji būtų privaloma didelei daliai investicinių fondų sektoriaus. Tačiau šis variantas gali turėti ir nepageidaujamų padarinių – kai kurie verslo modeliai gali pasirodyti esantys neperspektyvūs, o tai gali turėti rimtų neigiamų padarinių įvairių produktų likvidumui pasaulio finansų rinkose. Be to, taikant nelanksčią universalią ribą gali labai sumažėti sektoriaus gebėjimas „sugerti“ rinkos sukretimus, nes fondų valdytojai negalėtų aktyviai investuoti ir eiti prieš rinkos tendencijas. Galiausiai, kadangi svarto ribos gali stipriai riboti investicinių fondų sektoriaus veiklą, kyla rizika, kad veikla bus perkelta į kitas, mažiau reguliuojamas finansų sektoriaus dalis.

Pagal investicinio fondo tipą ir (arba) profilį nustatytos svarto ribos gali būti naudinga priemonė NKI trumpuoju ir vidutiniu laikotarpiu. Diferencijuodamos svarto ribas pagal investicinio fondo tipą ir (arba) profilį institucijos galėtų veiksmingai riboti svartą tų investicinių fondų, kurių poveikis sistemei rizikai didžiausias, ir taip spręsti sektoriaus struktūrinių trūkumų problemą. Galima svarstyti keletą ribų diferencijavimo pagal investicinio fondo profilį variantų. Pavyzdžiui, jeigu institucijos siekia mažinti skubių pardavimų riziką, jos gali nuspręsti ribas nustatyti tiems investiciniams fondams, kurie taiko trumpus išpirkimo terminus arba investuoja į mažiau likvidų turtą. Kitas pavyzdys: poveikio išplitimo riziką norinčios suvaldyti institucijos gali nuspręsti nustatyti svarto ribas tiems investiciniams fondams, kurie turi dideles arba koncentruotas kitų finansų įstaigų pozicijas. ESMA galėtų padėti institucijoms parengdama gaires dėl investicinių fondų skirstymo pagal profilį su svarto susijusios rizikos vertinimo tikslais ir dėl makroprudencinių svarto ribų taikymo. Institucijos gali atsižvelgti ir į bendro svarto lygio skirtumus ir pagal tai diferencijuoti ribas

<sup>(1)</sup> 2013 m. balandžio 4 d. Europos sisteminės rizikos valdybos rekomendacija ESRV/2013/1 dėl makroprudencinės politikos tarpinių tikslų ir priemonių (OL C 170, 2013 6 15, p. 1).

<sup>(2)</sup> Tarpinių tikslų ir esamų bei galimų makroprudencinių priemonių apžvalgą galima rasti, pavyzdžiui, Rekomendacijoje ESRV/2013/1.

kiekvienam investicinio fondo tipui. Šio varianto trūkumas tas, kad investiciniai fondai gali mėginti gudrauti – siekti palankesnės investicinio fondo klasifikacijos, tad ir palankesnių ribų <sup>(1)</sup>. Todėl gali būti tikslinga nustatyti kriterijus, pagal kuriuos AIF būtų priskiriami vienam ar kitam investicinio fondo tipui.

## 5 lentelė

## Įvairių svorto ribų nustatymo variantų vertinimo veiksmingumo ir efektyvumo požūriu pavyzdys

	Svorto ribų nustatymo variantai	Pastoviosios svorto ribos			Ciklinės ribos
		1	2	3	
		Universali riba	Ribos pagal fondo tipą	Ribos pagal fondo profilį	
<b>Veiksmingumas</b>	<b>Skubus pardavimas</b>	Veiksmingai mažina bet kokių rinkos sutrikimų riziką, jeigu yra privaloma didelei daliai svortą naudojančių fondų	Veiksmingai mažina bet kokių rinkos sutrikimų riziką, jeigu yra privalomos didelei daliai svortą naudojančių fondų	Veiksmingos, kai taikoma svortą naudojančiams fondams, kurių portfeliai palyginti nelikvidūs ir (arba) kuriuose taikomi trumpi išpirkimo terminai	1–3 variantai gali būti taikomi skirtingu metu. Jų poveikis būtų vienodas, tačiau ciklinės svorto ribos būtų tinkamesnės rizikos didėjimui riboti finansinio ciklo mažėjimo etape.
	<b>Sandorio šalių ir tarpusavio sąsajų poveikis išorei</b>			Veiksmingos, kai taikomos tiems svortą naudojančiams fondams, kurie turi tvirtų tiesioginių sąsajų su finansų įstaigomis	
	<b>Pernelyg didelės kredito tarpininkavimo veiklos apimtys</b>			Veiksmingos, kai taikoma tiems svortą naudojančiams fondams, kurie investuoja į įmonių obligacijas ir paskolas	
<b>Efektyvumas</b>	<b>Proporcingumas</b>	Nustačius žemą ribą, tam tikrų tipų fondai (pavyzdžiui, rizikos draudimo fondai) gali žlugti, o nustačius aukštą ribą gali nepavykti užkirsti kelio svorto didėjimui apskritai	Ribos tinka palyginti didelį svortą naudojančiams fondams (pavyzdžiui, rizikos draudimo fondams), tačiau nėra diferencijuotos pagal fondo tipo fondų rizikos profilius	Ribos tinka įvairių tipų fondų įvairiems bendros rizikos profiliams	Proporcingumas priklauso nuo pasirinkto ribų nustatymo varianto

<sup>(1)</sup> Pagal Direktyvą 2011/61/ES fondų valdytojai gali patys pasirinkti fondo tipą.

	Sverto ribų nustatymo variantai	Pastoviosios svarto ribos			Ciklinės ribos
		1	2	3	
		Universali riba	Ribos pagal fondo tipą	Ribos pagal fondo profilį	
	<b>Atsparumas gudravimui ir reguliaciniam arbitražui</b>	Gudravimo ir reguliacinio arbitražo galimybių nėra	Yra šiek tiek gudravimo ir reguliacinio arbitražo galimybių, nes mišrieji fondai gali mėginti siekti, kad būtų priskirti prie jiems palankesnės fondų kategorijos	Gudravimo ir reguliacinio arbitražo galimybės ribotos, nes griežtai apibrėžtų profilių yra mažai	Gudravimo ir reguliacinio arbitražo galimybių kiekis priklauso nuo pasirinkto ribų nustatymo varianto
	<b>Kalibravimo sudėtingumas</b>	Paprasčiausias ribų nustatymo variantas	Palyginti paprastas, nes griežtai apibrėžtų fondų tipų yra mažai	Palyginti paprastas, nes griežtai apibrėžtų fondų profilių yra mažai	Reikalingas svarto ciklo indikatorius ir fondo poveikio matas, o tai tik padidina kalibravimo sudėtingumą

Šaltinis: Table 4.1 in Van der Veer et al. (2017)

**Ilgainiui galėtų būti svarstomas ir ciklinių svarto ribų klausimas.** Institucijos gali nuspręsti tam tikras svarto ribas (universalią, pagal fondo tipą ir pagal fondo profilį) taikyti pagal ciklą. Palyginti su pastoviosios svarto ribomis, ciklinės ribos labiau tiktų rizikos prevencijai ir didėjimo slopinimui finansinio ciklo pakilimo ir mažėjimo etapais. Tačiau trumpuoju ir vidutiniu laikotarpiu pradėti taikyti ciklines ribas būtų neįmanoma, nes tam reikėtų turėti kokį nors finansų ciklo matą ir fondo veiklos poveikio rizikai indikatorius, o dėl to ši priemonė taptų dar sudėtingesnė. Todėl artimiausiu metu visą dėmesį reikėtų sutelkti į pastovias ribas – tokios pozicijos laikomasi ir dėl svarto ribų pagal „Bazelis III“ susitarimą. Ciklinių ribų nustatymo galimybė galėtų būti svarstoma po to, kai institucijos bus įgijusios daugiau patirties pastovijų ribų taikymo klausimu.

**Siekiant užtikrinti nuoseklesnę taikymą ir padidinti skaidrumą bei išvengti reguliacinio arbitražo, svarto ribos turėtų būti pagrįstos Direktyvoje 2011/61/ES nustatytais svarto priemonėmis.** Kai taikomos vienodos svarto priemonės, institucijos gali užtikrinti ir nuoseklų svarto ribų taikymą visoje Europoje. Dėl to ši politikos priemonė tampa skaidresnė ir paprastesnė taikyti. Be to, taikant vienodas priemones galima užkirsti kelią fondų valdytojų reguliaciniam arbitražui. Kadangi apskaičiuoti svarto dydį yra sudėtinga, geriausia būtų, jeigu institucijos remtųsi esamomis nuostatomis ir priemonėmis, taikomomis informacijai apie svartą teikti pagal Direktyvą 2011/61/ES.

**Periodiškai peržiūrint svarto ribas būtų galima jas i) tobulinti pagal įgytą patirtį ir ii) suderinti su tarptautiniais standartais.** Galima būtų teigti, kad Direktyvoje 2011/61/ES nustatytos svarto priemonės nėra tobulos arba kad jos galiausiai nebeatitiktų tarptautinių standartų (pavyzdžiui, IOSCO parengtų standartų). Tačiau svarto priemonių taikymas pagal Direktyvą 2011/61/ES turi vieną didelį privalumą: ateityje svarto apskaičiavimo metodikai patobulėjus savaime ir nuosekliai tobulės ir svarto priemonės, jeigu tik bus periodiškai vykdomos peržiūros. Reguliariai vykdant peržiūras būtų galima užtikrinti ir suderinamumą su tarptautiniais standartais (FST, IOSCO). Periodinė svarto ribų peržiūra atitiktų Rekomendaciją ESRV/2013/1. <sup>(1)</sup>

**Gairės dėl svarto ribų taikymo kriterijų padėtų NKI įgyvendinti svarto ribas.** Aiškios gairės padėtų padidinti nuoseklumą Europoje ir sumažintų neveikimo tikimybę.

<sup>(1)</sup> Žr., pvz., Rekomendacijos ESRV/2013/1 D rekomendaciją.

ESMA galėtų padėti institucijoms įdiegti svarto ribas parengdama gaires institucijoms dėl taisyklėmis nustatytų priemonių ir savo nuožiūra taikomų priemonių derinimo. Turėtų būti surasta taisyklėmis nustatytų priemonių (kurias būtų paprasta taikyti) ir laisvės veikti savo nuožiūra pusiausvyra.

#### E rekomendacijos 3 dalis. Pranešimo procedūra

ESMA turėtų parengti aiškia pranešimų apie NKI sprendimus, priimtus pagal AIFVD 25 straipsnį, pateikimo tvarką. Parengus suderintą pranešimų pateikimo tvarką NKI galėtų efektyviai informuoti ESMA, o ESMA ir ESRV galėtų veiksmingai ir efektyviai tokius pranešimus nagrinėti.

#### E rekomendacijos 4 dalis. Lyginamoji analizė

Siekiant dar labiau padidinti reguliavimo patikimumą, veiksmingumą ir nuoseklumą, rekomenduojama, kad ESMA analizuotų ir lygintų, kaip įvairios NKI naudojami savo įgaliojimais pagal Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnio 3 dalį. Atliekant tokias analizes būtų galima, pavyzdžiui, sužinoti, kokiomis aplinkybėmis šiais įgaliojimais buvo pasinaudota ir kokie reikalavimai buvo iškelti įvairiose situacijose. Tai gali padėti nustatyti geriausios praktikos pavyzdžius. Be to, ESMA turėtų aptarti tokių analizių rezultatus su savo nariais ir pasidalyti žiniomis apie NKI veiksmus su makroprudencinėmis institucijomis ir ESRV.

Nors tokių lyginamųjų analizių rezultatai neturės jokios privalomosios galios, jais NKI galėtų pasinaudoti, kad patobulintų savo praktiką. Pavyzdžiui, panašiai buvo lyginama, kaip NKI vertina bankų vidaus metodus, kuriais bankai apskaičiuoja nuosavų lėšų reikalavimus<sup>(1)</sup>, taip pat lyginami gaivinimo planų scenarijai pagal Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2014/59/ES<sup>(2)</sup> (3). Tokios iniciatyvos tik patvirtina priežiūros praktikos palyginimo naudą: didėja įvairių NKI priežiūros praktikos nuoseklumas ir NKI priima geresnius sprendimus neprarasdamos ir teisės priežiūros srityje veikti savo nuožiūra. Tokios analizės gali būti naudingos ir Komisijai, jai rengiant deleguotuosius aktus pagal Direktyvos 2011/61/ES 25 straipsnio 9 dalį (dėl principų, patikslinančių aplinkybes, kuriomis NKI naudojami 25 straipsnio 3 dalyje nustatytais įgaliojimais, atsižvelgdamos į įvairias AIF strategijas, skirtingas rinkos sąlygas, kuriomis AIF vykdo veiklą, ir galimą tų nuostatų taikymo ciklinį poveikį).

#### II.5.2. Nepageidaujamas poveikis

Didesnis suderinimas gali reikšti mažesnę NKI veiksmų laisvę. Kadangi šia rekomendacija siekiama vienesnio 25 straipsnio įgyvendinimo, NKI veiksmų laisvė gali būti šiek tiek apribota. Žinoma, ESMA ir buvo įgaliota rengti gaires tam, kad būtų labiau suvienodinta priežiūros praktika. Tačiau kraštutiniu atveju ESMA gairės dėl rizikos vertinimo tvarkos ir dėl makroprudencinių svarto ribų nustatymo, kalibravimo ir įgyvendinimo gali sukelti NKI nenumatytų kliūčių savo nuožiūra nustatyti makroprudencines svarto ribas jų šalyse veikiantiems AIF valdytojams.

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

(2) 2014 m. gegužės 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/59/ES, kuria nustatoma kredito įstaigų ir investicinių įmonių gaivinimo ir pertvarkymo sistema ir iš dalies keičiamos Tarybos direktyva 82/891/EEB, direktyvos 2001/24/EB, 2002/47/EB, 2004/25/EB, 2005/56/EB, 2007/36/EB, 2011/35/ES, 2012/30/ES bei 2013/36/ES ir Europos Parlamento ir Tarybos reglamentai (ES) Nr. 1093/2010 bei (ES) Nr. 648/2012 (OL L 173, 2014 6 12, p. 190).

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



**Literatūros sąrašas**

Bank of England (2015), Financial Stability Report, Issue No 38, December

Bank of England (2016), Financial Stability Report, Issue No 39, July, page 8

Bank of England (2016), Financial Stability Report, Issue No 40, November

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

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

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

Committee of European Securities Regulators (2010), *CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*, Feedback Statement, July

2012 m. gruodžio 19 d. Komisijos deleguotasis reglamentas (ES) Nr. 231/2013, kuriuo papildomos Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2011/61/ES nuostatos dėl išimčių, bendrųjų veiklos sąlygų, depozitoriumų, finansinio sveto, skaidrumo ir priežiūros (OL L 83, 2013 3 22, p. 1.

2007 m. kovo 19 d. Komisijos direktyva 2007/16/EB, įgyvendinanti Tarybos direktyvą 85/611/EEB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIPVPS), derinimo, patikslinančiam tam tikrus apibrėžimus (OL L 79, 2007 3 20, p. 11.

2010 m. liepos 1 d. Komisijos direktyva 2010/43/ES, kuria įgyvendinamos Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2009/65/EB nuostatos dėl organizacinių reikalavimų, interesų konfliktų, veiklos vykdymo, rizikos valdymo ir dėl depozitoriumo ir valdymo įmonės susitarimo turinio (OL L 176, 2010 7 10, p. 42.

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, speech at the Joint conference of the European Commission and European Central Bank on European Financial Integration and Stability, Frankfurt am Main, Germany, April

2009 m. liepos 13 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva Nr. 2009/65/EB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamuosius vertybinius popierius subjektais (KIPVPS), derinimo (OL L 302, 2009 11 17, p. 32.

2011 m. birželio 8 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2011/61/ES dėl alternatyvaus investavimo fondų valdytojų, kuria iš dalies keičiami direktyvos 2003/41/EB ir 2009/65/EB bei reglamentai (EB) Nr. 1060/2009 ir (ES) Nr. 1095/2010 (OL L 174, 2011 7 1, p. 1.

2014 m. gegužės 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/59/ES, kuria nustatoma kredito įstaigų ir investicinių įmonių gaivinimo ir pertvarkymo sistema ir iš dalies keičiamos Tarybos direktyva 82/891/EEB, direktyvos 2001/24/EB, 2002/47/EB, 2004/25/EB, 2005/56/EB, 2007/36/EB, 2011/35/ES, 2012/30/ES bei 2013/36/ES ir Europos Parlamento ir Tarybos reglamentai (ES) Nr. 1093/2010 bei (ES) Nr. 648/2012 (OL L 173, 2014 6 12, p. 190.

2014 m. gegužės 15 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2014/65/ES dėl finansinių priemonių rinkų, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES (OL L 173, 2014 6 12, p. 349.

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

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

European Central Bank (2016), *Financial Stability Review*, May

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

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

2014 m. rugpjūčio mėn. Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijos (ESMA) gairės dėl ataskaitų teikimo pagal AIFVD 3 straipsnio 3 dalies d punkto ir 24 straipsnio 1, 2 ir 4 dalių reikalavimus (ESMA/2014/869 LTL)

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

European Securities and Markets Authority (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, ESMA/2016/596 Opinion, April, available at [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596\\_opinion\\_on\\_loan\\_origination.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf)

European Systemic Risk Board (2016), *ES Shadow Banking Monitor*, No 1, July

European Systemic Risk Board (2017), *ES Shadow Banking Monitor*, No 2, May

Financial Conduct Authority (2015), *Hedge Fund Survey*, June

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

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

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

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

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

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

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

Maijoor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, speech at the ESRB Shadow Banking Workshop, Frankfurt am Main, Germany, May

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

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

2012 m. gruodžio 20 d. Europos sisteminės rizikos valdybos rekomendacija ESRV/2012/1 dėl pinigų rinkos fondų (OL C 146, 2013 5 25, p. 1.

2013 m. balandžio 4 d. Europos sisteminės rizikos valdybos rekomendacija ESRV/2013/1 dėl makroprudencinės politikos tarpinių tikslų ir priemonių (OL C 170, 2013 6 15, p. 1.

2014 m. birželio 18 d. Europos sisteminės rizikos valdybos rekomendacija ESRV/2014/1 dėl anticiklinio rezervo normų nustatymo rekomendacijų (OL C 293, 2014 9 2, p. 1).

2012 m. liepos 4 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 648/2012 dėl ne biržos išvestinių finansinių priemonių, pagrindinių sandorio šalių ir sandorių duomenų saugyklių (OL L 201, 2012 7 27, p. 1).

2013 m. birželio 26 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 575/2013 dėl prudencinių reikalavimų kredito įstaigoms ir investicinėms įmonėms ir kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012 (OL L 176, 2013 6 27, p. 1).

2013 m. spalio 18 d. Europos Centrinio Banko reglamentas (ES) Nr. 1073/2013 dėl investicinių fondų turto ir išsipareigojimų statistikos (ECB/2013/38) (OL L 297, 2013 11 7, p. 73)

2014 m. liepos 23 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 909/2014 dėl atsiskaitymo už vertybinius popierius gerinimo Europos Sąjungoje ir centrinių vertybinių popierių depozitoriumų, kuriuo iš dalies keičiamos direktyvos 98/26/EB ir 2014/65/ES bei Reglamentas (ES) Nr. 236/2012 (OL L 257, 2014 8 28, p. 1).

2015 m. balandžio 29 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) 2015/760 dėl Europos ilgalaikių investicijų fondų (OL L 123, 2015 5 19, p. 98).

2017 m. birželio 14 d. Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas (ES) Nr. 2017/1131 dėl pinigų rinkos fondų (OL L 169, 2017 6 30, p. 8).

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

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

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

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory SAFEGuards for the Asset Management Industry*, speech at The New York Times DealBook Opportunities for Tomorrow Conference Held at One World Trade Center, New York, N.Y., December

---

## Sąjungos valstybėse narėse numatytos likvidumo valdymo priemonės (šaltinis: ESMA)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	ES	FI	FR	GR	HR	HU	IE	IS	IT	LI	LT	LU	LV	MT	NL	NE	PT	RO	SE	SI	SK	UK	
Išpirkimo apribojimai	NE	NE	NE	TAIP	NE	NE	NE	TAIP	TAIP	NE	TAIP	NE	NE	NE	TAIP	NE	TAIP	TAIP	NE	TAIP	NE	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	NE	NE	TAIP	TAIP	
Nelikvidaus turto izoliavimo sąskaitos	TAIP	NE	NE	TAIP	NE	NE	NE	TAIP	TAIP	NE	TAIP	NE	NE	NE	TAIP	NE	TAIP	TAIP	NE	TAIP	NE	TAIP	TAIP	TAIP	NE	NE	NE	TAIP	NE	NE	
Apsaugos nuo nuostolių mokesčiai	NE	NE	NE	TAIP	NE	NE	NE	TAIP	NE	NE	TAIP	NE	NE	NE	TAIP	NE	TAIP	TAIP	NE	TAIP	NE	NE	TAIP	NE	TAIP	TAIP	NE	NE	NE	TAIP	
Išpirkimo mokesčiai	TAIP	NE	NE	TAIP	NE	TAIP	NE	TAIP	NE	TAIP	TAIP	NE	NE	NE	TAIP	NE	TAIP	TAIP	NE	TAIP	NE	NE	TAIP	NE	NE	NE	NE	NE	NE	TAIP	
Išpirkimas natūra	TAIP	NE	NE	TAIP	NE	TAIP	NE	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	NE	TAIP	NE	TAIP	NE	TAIP	TAIP	NE	TAIP	NE	TAIP	TAIP	NE	TAIP	NE	NE	TAIP	NE	TAIP	
Išpirkimų stabdymas	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP
Kainų keitimas	TAIP	NE	NE	TAIP	NE	NE	NE	TAIP	NE	TAIP	TAIP	NE	NE	NE	TAIP	NE	NE	TAIP	NE	TAIP	NE	NE	TAIP	TAIP	NE	NE	NE	NE	NE	TAIP	
Trumpalaikis skolinimasis	TAIP	NE	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	NE	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	NE	NE	TAIP	TAIP	TAIP	TAIP	NE	TAIP	NE	TAIP	TAIP	NE	TAIP	TAIP	NE	TAIP	TAIP	TAIP	
Privalomos likvidumo atsargos	TAIP	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	TAIP	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	TAIP	NE	NE	NE	NE	NE	NE	TAIP	NE
Papildomi susitarimai	TAIP	NE	NE	NE	NE	NE	NE	TAIP	TAIP	NE	NE	NE	NE	NE	TAIP	NE	NE	TAIP	NE	TAIP	NE	TAIP	TAIP	NE	NE	NE	NE	NE	NE	TAIP	NE
Kitos priemonės	NE	NE	NE	NE	NE	TAIP	NE	NE	TAIP	NE	TAIP	NE	NE	NE	NE	NE	TAIP	NE	NE	TAIP	NE	NE	NE	NE	NE	TAIP	NE	NE	NE	TAIP	