

I

(Resoluties, aanbevelingen en adviezen)

AANBEVELINGEN

EUROPEES COMITÉ VOOR SYSTEEMRISICO'S

AANBEVELING VAN HET EUROPEES COMITÉ VOOR SYSTEEMRISICO'S

van 7 december 2017

voor wat betreft liquiditeits- en hefboomfinancieringsrisico's in beleggingsinstellingen

(ESRB/2017/6)

(2018/C 151/01)

DE ALGEMENE RAAD VAN HET EUROPEES COMITÉ VOOR SYSTEEMRISICO'S,

Gezien het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie,

Gezien Verordening (EU) nr. 1092/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 betreffende macroprudentieel toezicht van de Europese Unie op het financiële stelsel en tot oprichting van een Europees Comité voor systeemrisico's ⁽¹⁾, en met name artikel 3, lid 2, onder b), d) en f), en artikelen 16 tot en met 18,

Gezien Besluit ESRB/2011/1 van het Europees Comité voor systeemrisico's van 20 januari 2011 houdende goedkeuring van het reglement van orde van het Europees Comité voor systeemrisico's ⁽²⁾, en met name artikelen 18 tot en met 20,

Overwegende hetgeen volgt:

- (1) De beleggingsinstellingssector is in het voorbije decennium in de Unie en mondiaal sterk gegroeid, en derhalve zijn beleggingsinstellingen thans een tamelijk grote globale component van aandelenmarkten. De rol van beleggingsinstellingen in financiële intermediatie zal naar verwachting verder groeien in een omgeving van lage rentetarieven en balansbeperkingen in de bankensector, zulks gekoppeld aan uit de ontwikkeling van de Kapitaalmarktunie voortvloeiende veranderingen. Regelgevende autoriteiten hebben deze ontwikkeling verwelkomd aangezien de diversificatie van financieringsbronnen tot meer efficiency kan bijdragen, alsook tot meer schokbestendigheid van het financiële stelsel als geheel.
- (2) Er wordt gevreesd dat toegenomen financiële intermediatie door beleggingsinstellingen toekomstige financiële crises zou kunnen versterken. Niet op elkaar aansluitende liquiditeit van activa van open-end beleggingsinstellingen en hun terugbetalingsprofiel kan resulteren in paniekverkopen om in tijden van marktstress te kunnen voldoen aan terugbetalingsverzoeken. Die paniekverkopen zouden voor financiëlemarktdeelnemers die dezelfde of nauw gecorreleerde activa bezitten negatieve gevolgen kunnen hebben. Voorts kan hefboomfinanciering de impact van negatieve marktbevingen versterken aangezien hefboomfinanciering bovenop de activa van een beleggingsinstelling blootstelling teweegbrengt. Naast die kanalen van indirecte besmetting kan een beleggingsinstelling risico's verspreiden door onderlinge vervlechting, bv. onderlinge vervlechting met haar beleggers, zijnde een direct kanaal waardoor schokken aan andere financiële instellingen kunnen worden doorgegeven.
- (3) Beleggingsinstellingen zijn ook vatbaar voor veranderingen in marktdynamica en -structuur. Bijvoorbeeld kan in een lagerenteomgeving door het streven naar rendement meer belegging in minder liquide activa gestimuleerd worden. Er bestaat een risico dat schokken op macroniveau, zoals risicopremiecorrecties, ertoe zouden kunnen leiden dat investeerders in beleggingsinstellingen op grote schaal om terugbetaling verzoeken. Dat kan met name gelden voor beleggingsinstellingen, wier activa in hun portfolio's een hoge hefboomfinanciering hebben en voor een groot deel minder liquide zijn.

⁽¹⁾ PB L 331 van 15.12.2010, blz. 1.

⁽²⁾ PB C 58 van 24.2.2011, blz. 4.

- (4) Bovendien, indien dit risico niet juist wordt beheerd, maken sommige beleggers wellicht gebruik van een „eerste-marktspelersvoordeel”, d.w.z. beleggers die aflossen voordat stress zich op de markt voordoet, of in de beginfase daarvan, dragen niet de volledige last van dergelijke stressomstandigheden op de markt waardoor de overige beleggers de last dragen.
- (5) Het huidige rechtskader in de Unie omvat maatregelen tot mitigering van de versterkende effecten in de sector beleggingsinstellingen in een financiële crisis en tot versterking van de schokbestendigheid van beleggingsinstellingen. Het rechtskader omvat de Richtlijnen 2009/65/EG⁽¹⁾ en 2011/61/EU⁽²⁾ van het Europees Parlement en de Raad.
- (6) Richtlijnen 2009/65/EG en 2011/61/EU omvatten beide liquiditeitsbeheerbepalingen. Alternatieve beleggingsinstellingen (abi's) moeten een terugbetalingsbeleid hebben dat strookt met het liquiditeitsprofiel van hun beleggingsstrategie en regelmatig stresstests uitvoeren onder normale en uitzonderlijke liquiditeitsomstandigheden. Op instellingen voor collectieve belegging in effecten zijn gedetailleerde beleenbaarheidsvoorschriften van toepassing inzake soorten activa waarin zij mogen beleggen, en moeten stresstests uitvoeren, indien toepasselijk.
- (7) Om aan hefboomfinanciering gerelateerde systeemrisico's te adresseren, vormen de Richtlijn 2009/65/EG en Richtlijn 2011/61/EU de huidige rechtsgrondslag voor de beperking van accumulatie van hefboomfinanciering in beleggingsinstellingen. Artikel 51, lid 3, van Richtlijn 2009/65/EG stipuleert een beleggingslimiet voor de blootstellingen van ICBE's aan derivateninstrumenten en artikel 83, lid 2, onder a), stipuleert een tijdelijk 10 %-leningsplafond. Krachtens artikel 25, lid 3, van Richtlijn 2011/61/EU staat nationale bevoegde autoriteiten (NBA's) toe aan het beheer van abi's hefboomfinancieringlimieten of andere beperkingen op te leggen. Bovendien voorziet artikel 25, lid 7, van Richtlijn 2011/61/EU in een rol voor de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) bij de vaststelling dat de door een beheerder van een alternatieve beleggingsinstelling, of een groep van beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen, gehanteerde hefboomfinanciering een aanzienlijk risico vormt voor de stabiliteit en integriteit van het financiële stelsel en ESMA kan een advies uitbrengen voor NBA's waarin ESMA de te nemen corrigerende maatregelen vaststelt, waaronder limieten op het hefboomfinancieringsniveau.
- (8) De toepassing van consistent hoge standaarden ten aanzien van het vermogen van instellingbeheerders om risico's te beheren in het hele Unie is gerechtvaardigd om te verzekeren dat wetgeving systeemrisico's zal mitigeren. Het lijkt erop dat het huidige rechtskader voorziet in effectief risicobeheer door beleggingsinstellingen op microprudentieel niveau. De effectiviteit ervan vanuit macroprudentieel perspectief is evenwel grotendeels niet getest. Deze aanbeveling beoogt de adressering van systeemrisico's te adresseren die verband houden met liquiditeitsmismatches en het gebruik van hefboomfinanciering in beleggingsinstellingen. Dit zal het macroprudentiele kader in de Unie versterken, aangezien het van toepassing is op de sector activabeheer.
- (9) Aanbeveling A beoogt de adressering van de risico's die zich kunnen voordoen indien beheerders van beleggingsinstellingen niet over adequate liquiditeitbeheerinstrumenten beschikken zoals terugbetalingsboetes, beperkingen op terugbetalingsverzoeken, dan wel het vermogen om terugbetaling tijdelijk op te schorten. Bij gebreke van die instrumenten kan de terugbetalingsdruk in tijden van dalende activaprijzen in het hele stelsel liquiditeitstress veroorzaken en prijsdalingen versterken, hetgeen kan leiden tot risico's voor financiële stabiliteit. Door de beschikbaarheid van een diverse reeks van liquiditeitbeheerinstrumenten in alle lidstaten zouden instellingbeheerders beter in staat zijn terugbetalingsdruk aan te pakken wanneer marktliquiditeit onder druk komt te staan. Bovendien roept aanbeveling A op tot nadere verduidelijking van de opschorting van terugbetaling door NBA's.
- (10) Aanbeveling B beoogt de excessieve liquiditeitsmismatches in open-end abi's te mitigeren en te voorkomen. Sommige open-end abi's houden een groot van hun beleggingen aan in inherent minder liquide activa. Dit omvat beleggingsinstellingen die beleggen in onroerend goed, niet-beursgenoteerde aandelen, leningen en andere alternatieve activa. Die beleggingsinstellingen moeten ten overstaan van NBA's kunnen aantonen dat zij gedurende het goedkeuringsproces, en/of na goedkeuring, hun beleggingsstrategie onder gestreste marktomstandigheden kunnen handhaven.
- (11) Aanbeveling C moet coherente liquiditeitstestpraktijken op beleggingsinstellingsniveau bevorderen. Stresstesten zijn instrumenten die de beleggingsinstellingsbeheerder erbij helpen mogelijke zwakke punten van een beleggingsstrategie vast te stellen en ondersteunen de voorbereiding van een beleggingsinstelling op een crisis. Indien

⁽¹⁾ Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's) (PB L 302 van 17.11.2009, blz. 32).

⁽²⁾ Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010 (PB L 174 van 1.7.2011, blz. 1).

juist toegepast als een risicobeheer- en besluitvormingsinstrument, zou een stresstest liquiditeitsrisico's op het niveau van de beleggingsinstelling moeten verminderen en bij moeten dragen aan de verlaging van het liquiditeitsrisico op het niveau van het financiële stelsel. Richtsnoeren aangaande de liquiditeitsstresstestpraktijken van beheerders van beleggingsinstellingen verminderen naar verwachting op het niveau van de beleggingsinstelling en op stelselniveau liquiditeitsrisico's, en door die richtsnoeren kunnen entiteiten liquiditeit in het belang van de beleggers beter beheren, waaronder verrassingen vermijden en resulterende reacties gedurende perioden waarin onverwacht veel wordt terugbetaald.

- (12) Aanbeveling D beoogt in de hele Unie een geharmoniseerd ICBE-rapportagekader in te voeren. Alhoewel menig jurisdictie in de Unie ICBE-rapportageverplichtingen kent, lopen rapportagepraktijken aangaande de rapportagefrequentie, de bestreken ICBE's en de gerapporteerde gegevens sterk uiteen. Door het ontbreken van een geharmoniseerd rapportagekader kan de mogelijke bijdrage van ICBE's aan risico's voor de financiële stabiliteit niet gemonitord en niet uitgebreid beoordeeld worden. Een geharmoniseerd ICBE-rapportagekader zal voor NBA's en de sector tevens bestaande rapportagetekortkomingen verminderen.
- (13) Aanbeveling E beoogt de implementatie van artikel 25 van Richtlijn 2011/61/EU te faciliteren dat voorziet in een macroprudentieel instrument ter beperking van hefboomfinanciering in abi's. De toepassing van dit instrument moet verduidelijkt worden door de ontwikkeling van een gemeenschappelijke benadering om te verzekeren dat NBA's het instrument geharmoniseerd kunnen toepassen. Derhalve is ontwikkeling noodzakelijk van richtsnoeren inzake een kader ter beoordeling van hefboomfinancieringsrisico's en inzake de opzet, kalibratie en implementatie van hefboomfinancieringlimieten.
- (14) Deze aanbeveling bepleit evenredig kader voor het beheer van de systeemrisico's die zich kunnen voordoen in de sector beleggingsinstellingen, dan wel door die sector verspreid worden, terwijl de belangrijkste terugbetalingskenmerken gehandhaafd worden die beleggers winnen voor open-end beleggingsinstellingen en collectieve belegging faciliteren.
- (15) Deze aanbeveling houdt rekening met lopende internationale en Europese initiatieven inzake macroprudentieel beleid tot mitigering van risico's uit liquiditeitmismatches en hefboomfinanciering in beleggingsinstellingen en, met name, de werkzaamheden van de Financial Stability Board (FSB) en de International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Op 12 januari 2017 heeft het FSB aanbevelingen gepubliceerd ter adressering van structurele kwetsbaarheden die voortkomen uit beheeractiviteiten die voortvloeien uit liquiditeitmismatches en het gebruik van hefboomfinanciering in beleggingsinstellingen⁽¹⁾. Ter aanvulling van de FSB-werkzaamheden is IOSCO opgedragen de FSB-aanbevelingen te implementeren. Dit is thans in uitvoering.
- (16) Ter implementatie van de macroprudentiële elementen van het huidige regelgevingskader voor beleggingsinstellingen en om te verzekeren dat NBA's consistent handelen, is deze aanbeveling deels gericht tot ESMA, zulks aangaande haar faciliterende en coördinerende rol.
- (17) Om de overige met beleggingsinstellingen verband houdende risico's aan te pakken, verdient het aanbeveling dat de Europese Commissie aanvullende wettelijke maatregelen voorstelt. Toegegeven zij dat de Commissie reeds wetgevingsherzieningen ter zake op haar agenda heeft geplaatst. Deze herzieningen zullen de gelegenheid bieden de in de aanbevelingen bedoelde macroprudentiële aangelegenheden te adresseren.
- (18) Aanbevelingen van het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB) worden bekendgemaakt nadat de Algemene Raad de Raad van de Europese Unie in kennis heeft gesteld van het voornemen daartoe en na de Raad de gelegenheid te hebben gegeven te reageren,

HEEFT DE VOLGENDE AANBEVELING VASTGESTELD:

AFDELING 1

AANBEVELINGEN

Aanbeveling A — Liquiditeitbeheerinstrumenten voor terugbetaling

1. De Commissie wordt aanbevolen voor te stellen dat Uniewetgeving een gemeenschappelijk juridisch Uniekader omvat aangaande de opname van aanvullende liquiditeitbeheerinstrumenten (a-LMT's) in de opzet van beleggingsinstellingen uit de Unie zodat het besluit welke a-LMT's moeten worden opgenomen in de oprichtingsdocumenten van beleggingsinstellingen, of andere precontractuele informatie inzake beleggingsinstellingen, wordt genomen door iedere afzonderlijke voor het beheer verantwoordelijke entiteit.

⁽¹⁾ Financial Stability Board, „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities”, januari 2017.

2. De Commissie wordt aanbevolen voor te stellen dat Uniewetgeving nadere bepalingen omvat die de rol van NBA's uiteenzet wanneer zij hun bevoegdheden aanwenden om terugbetaling op te schorten in gevallen waarin grensoverschrijdende implicaties voor de financiële stabiliteit bestaan.
3. De Commissie wordt aanbevolen overeenkomstig aanbeveling A(2) voor te stellen dat Uniewetgeving ESMA's rol uiteenzet aangaande algemene facilitatie, advies en coördinatie met betrekking tot de NBA-bevoegdheden tot opschorting van terugbetaling in gevallen met grensoverschrijdende implicaties voor de financiële stabiliteit.

Aanbeveling B — Aanvullende bepalingen om de waarschijnlijkheid van buitensporige liquiditeit mismatches te verminderen

De Commissie wordt aanbevolen voor te stellen dat Uniewetgeving maatregelen omvat tot beperking van de mate waarin het gebruik van liquiditeitstransformatie in open-end abi's zou kunnen bijdragen tot toenemende systeemrisico's of het toenemende risico van wanordelijke markten.

Aanbeveling C — Stresstests

Ter bevordering van de toezichtconvergentie wordt ESMA aanbevolen richtsnoeren te ontwikkelen inzake de door beheerders te volgen praktijk voor het stresstesten van liquiditeitsrisico voor afzonderlijke abi's en ICBE's.

Aanbeveling D — ICBE-rapportage

1. De Commissie wordt aanbevolen voor te stellen dat luidens Uniewetgeving ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen regelmatig gegevens met name aangaande liquiditeitsrisico en hefboomfinanciering aan de bevoegde autoriteit rapporteren, en die gegevens verstrekken aan de betrokken NBA indien de NBA niet de bevoegde autoriteit is voor ICBE-rapportagedoeleinden.
2. De Commissie wordt aanbevolen voor te stellen dat de in aanbeveling D(1) bedoelde gegevens binnen een rapportagekader ten minste op kwartaalbasis worden gerapporteerd door een vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit voldoende relevant deel van alle ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen. Een toereikende gegevensreeks moet minimaal jaarlijks worden gerapporteerd door een representatief deel van alle ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen.
3. De Commissie wordt aanbevolen voor te stellen dat NBA's de in aanbeveling D(1) bedoelde gegevens ter beschikking stellen van de NBA's van andere betrokken lidstaten, ESMA en het ESRB.

Aanbeveling E — Richtsnoeren inzake artikel 25 van Richtlijn 2011/61/EU.

1. ESMA wordt aanbevolen richtsnoeren op te stellen inzake het kader voor de beoordeling van de mate waarin het gebruik van hefboomfinanciering binnen de abi-sector bijdraagt aan de toename van systeemrisico binnen het financiële stelsel.
2. ESMA wordt aanbevolen richtsnoeren op te stellen inzake de opzet, kalibratie en implementatie van macroprudentiële hefboomfinancieringlimieten.
3. ESMA wordt aanbevolen richtsnoeren op te stellen over hoe NBA's ESMA, het ESRB en andere NBA's in kennis moeten stellen van hun voornemen tot het uitvoeren van macroprudentiële maatregelen uit hoofde van artikel 25, lid 3, van Richtlijn 2011/61/EU.
4. ESMA wordt aanbevolen de uit hoofde van artikel 25, lid 3, van Richtlijn 2011/61/EU van NBA's ontvangen gegevens aan te wenden voor kennisbenchmarking en -deling met andere nationale macroprudentiële autoriteiten en het ESRB inzake praktijken betreffende het gebruik van hefboomfinancieringlimieten en de oplegging van andere beperkingen aan het beheer van abi's.

AFDELING 2

IMPLEMENTATIE

1. Definities

1. In deze aanbeveling gelden de volgende definities:

- a) „aanvullende liquiditeitbeheerinstrumenten” (a-LMT): instrumenten die een ondersteuning vormen voor open-end abi's en ICBE's, alsook voor hun beheerders, om terugbetalingsverzoeken steeds juist en doeltreffend te kunnen verwerken, met name indien markten gestresst zijn. Deze instrumenten moeten achterafmaatregelen omvatten zoals: opschorting van terugbetaling of uitgestelde terugbetalingen (beperkingen op schuldaflossingsverzoeken („gates”/verlengbare opzegtermijnen), en preventieve maatregelen, zoals allocatie van handelskosten aan in tekenende/terugbetalende beleggers („swing pricing”/antiverwateringsheffingen);

- b) „alternatieve beleggingsinstellingen” (abi’s): instellingen voor collectieve belegging als omschreven in artikel 4, lid 1, onder a), van Richtlijn 2011/61/EU;
 - c) „beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen” (abi-beheerders): heeft dezelfde betekenis als in artikel 4, lid 1, onder b), behoudens de in artikel 2, lid 3, bedoelde uitsluitingen en de in artikel 3 van Richtlijn 2011/61/EU bedoelde vrijstellingen;
 - d) „abi-beheerders van open-end abi’s”: diegenen die vallen onder de in artikel 1, lid 2, van Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 694/2014 van de Commissie⁽¹⁾ bedoelde categorie;
 - e) „een voor beheer verantwoordelijke entiteit”: i) een beheermaatschappij zoals bedoeld in artikel 2, lid 1, onder b), van Richtlijn 2009/65/EG; ii) een ICBE opgericht als een beleggingsmaatschappij die geen beheermaatschappij heeft aangewezen zoals bedoeld in Richtlijn 2009/65/EG; iii) een abi-beheerder zoals bedoeld in artikel 4, lid 1, onder b), van Richtlijn 2011/61/EU, en iv) een intern beheerde abi opgericht als een beleggingsmaatschappij die geen abi-beheerder heeft aangewezen zoals bedoeld in artikel 5, lid 1, onder b), van Richtlijn 2011/61/EU;
 - f) „hefboomfinanciering”: methoden waardoor een beleggingsinstelling haar blootstelling verhoogt ten aanzien van en in aanvulling op activa van de instelling, hetzij door het lenen van contanten of effecten of door hefboomfinanciering die verbonden is met derivatenposities of anderszins;
 - g) „nationale bevoegde autoriteit” (NBA): de in artikel 2, lid 1, onder h), van Richtlijn 2009/65/EG of in artikel 4, lid 1, onder f), van Richtlijn 2011/61/EU bedoelde bevoegde autoriteit, al naargelang;
 - h) „systeemrisico”: heeft dezelfde betekenis als in artikel 2, onder c), van Verordening (EU) nr. 1092/2010;
 - i) „instelling voor collectieve belegging in effecten” (ICBE): een instelling zoals bedoeld in artikel 1, lid 2, van Richtlijn 2009/65/EG die overeenkomstig artikel 5 van die richtlijn een vergunning is verleend;
 - j) „ICBE-beheermaatschappij”: heeft dezelfde betekenis als in artikel 2, lid 1, onder b), van Richtlijn 2009/65/EG.
2. Bijlagen I en II vormen een integraal onderdeel van deze aanbeveling. In geval van een conflicterend corpus en bijlagen prevaleert het corpus.

2. Implementatiecriteria

1. De volgende criteria zijn van toepassing op de implementatie van deze aanbeveling:
- a) de aanbeveling bestrijkt abi’s, abi-beheerders, ICBE’s en ICBE-beheermaatschappijen;
 - b) regelgevingsarbitrage moet vermeden worden;
 - c) het proportionaliteitsbeginsel moet genoegzaam in acht worden genomen, rekening houdend met de doelstelling en de inhoud van elke aanbeveling;
 - d) de nalevingscriteria zijn neergelegd in bijlage I.
2. Geadresseerden wordt verzocht aan het ESRB en de Raad verslag te doen over het ingevolge deze aanbeveling ondernomene, of het niet-ondernemen van actie genoegzaam te rechtvaardigen. De verslagen dienen minimaal het volgende te bevatten:
- a) informatie over de inhoud en het tijdschema van de ondernomen acties, waaronder ondernomen acties jegens de Europese Toezichthouders, indien toepasselijk;
 - b) een beoordeling van het effect van de ondernomen acties gezien de doelstellingen van deze aanbeveling;
 - c) een gedetailleerde rechtvaardiging van nagelaten actie of het afwijken van deze aanbeveling, met inbegrip van eventuele vertragingen.

3. Tijdschema voor het opvolgen van de aanbevelingen

Geadresseerden wordt verzocht aan het ESRB en de Raad te rapporteren over het ingevolge deze aanbeveling ondernomene, of het niet-ondernemen van actie genoegzaam te rechtvaardigen, overeenkomstig de volgende termijnen:

1. Aanbeveling A

De Commissie wordt verzocht om bij het ESRB en de Raad uiterlijk 31 december 2020 een verslag in te dienen over de tenuitvoerlegging van de aanbevelingen A(1), A(2) en A(3).

⁽¹⁾ Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 694/2014 van de Commissie van 17 december 2013 tot aanvulling van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen voor het vaststellen van de soorten beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (PB L 183 van 24.6.2014, blz. 18).

2. Aanbeveling B

De Commissie wordt verzocht uiterlijk op 31 december 2020 bij het ESRB en de Raad een verslag in te dienen over de implementatie van aanbeveling B.

3. Aanbeveling C

ESMA wordt verzocht uiterlijk 30 juni 2019 bij het ESRB en de Raad de in aanbeveling C bedoelde richtsnoeren in te dienen.

4. Aanbeveling D

De Commissie wordt verzocht om bij het ESRB en de Raad voor 31 december 2020 een verslag in te dienen over de tenuitvoerlegging van de aanbevelingen D(1), D(2) en D(3).

5. Aanbeveling E

a) ESMA wordt verzocht uiterlijk op 30 juni 2019 bij het ESRB en de Raad de in aanbevelingen E(1), E(2) en E(3) bedoelde richtsnoeren in te dienen.

b) ESMA wordt verzocht om met ingang van 31 december 2019 de nationale macroprudentiële autoriteiten en het ESRB minstens op jaarbasis de in aanbeveling E(4) bedoelde gegevens te verstrekken.

4. Monitoring en beoordeling

1. Het ESRB-secretariaat zal:

a) de geadresseerden bijstaan en aldus gecoördineerde rapportage verzekeren en toepasselijke templates verstrekken en, waar nodig, de procedure en het tijdschema nader uiteenzetten;

b) de opvolging door de geadresseerden verifiëren, hen op hun verzoek bijstaan, en follow-uprapporten indienen bij de Algemene Raad, zulks via het Stuurcomité.

2. De Algemene Raad zal de door de geadresseerden gerapporteerde acties en rechtvaardigingen beoordelen en besluit, voor zover van toepassing, of deze aanbeveling niet is opgevolgd en dat een geadresseerde er niet in is geslaagd het niet-ondernemen van actie genoegzaam te rechtvaardigen.

Gedaan te Frankfurt am Main, 7 december 2017.

*Hoofd van het ESRB-secretariaat, namens de Algemene Raad van
het ESRB*

Francesco MAZZAFERRO

BIJLAGE I

NALEVINGSCRITEIA VOOR DE AANBEVELINGEN

Aanbeveling A

Voor **aanbeveling A** zijn de volgende nalevingscriteria vastgesteld.

A(1) — Beschikbaarheid van aanvullende liquiditeitbeheerinstrumenten

Uniewetgeving moet een brede waaier aan aanvullende liquiditeitbeheerinstrumenten (a-LMT's) mogelijk maken om juridisch beschikbaar te zijn op Unieniveau, waarbij erkend wordt dat activabeheerders de primaire verantwoordelijkheid moeten dragen voor de activering en implementatie van a-LMT's en dat een aantal van die instrumenten geschikt noch noodzakelijk zullen zijn voor alle soorten open-end instellingen. De a-LMT's moeten open-end alternatieve beleggingsinstellingen (abi's) en instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's), en hun beheerders, op gepaste wijze en effectief ten alle tijde ondersteunen bij het beheer van terugbetalingsverzoeken, met name in gestreste marktomstandigheden.

De door de Commissie voorgestelde wijzigingen van de betrokken Uniewetgeving moeten verplichtingen omvatten voor:

- a) beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (abi-beheerders) van open-end abi's en beheermaatschappijen van ICBE's om te beoordelen welke van hun geschikt zijn voor de beleggingsstrategieën van de instellingen die zij beheren en moeten worden opgenomen in hun oprichtingsdocumenten of overige precontractuele informatie ter uitoefening onder normale en gestreste marktomstandigheden en om beleggers voldoende transparantie te bieden in verband met die instrumenten;
- b) abi-beheerders van open-end abi's en ICBE-beheermaatschappijen moeten minstens bevoegd zijn om terugbetaling op te schorten, met name in gestreste marktomstandigheden, hetgeen moet worden vastgelegd in de oprichtingsdocumenten of andere precontractuele informatie van de door hen beheerde instellingen;
- c) abi-beheerders van open-end abi's en ICBE-beheermaatschappijen om te verzekeren dat de noodzakelijke operationele capaciteit en noodplannen beschikbaar zijn voor de tijdige activering van een a-LMT die zij eventueel gebruiken;
- d) abi-beheerders van open-end abi's en ICBE-beheermaatschappijen om te rapporteren aan de nationale bevoegde autoriteiten (NBA's) inzake de tenuitvoerlegging en het gebruik van a-LMT's in gestreste marktomstandigheden;
- e) de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA), na rekening te hebben gehouden met het advies van het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB) met betrekking tot macroprudentiële aangelegenheden tot ontwikkeling van richtsnoeren inzake:
 - i. definities en kenmerken van a-LMT's;
 - ii. de geschiktheidsbeoordelingscriteria onder punt A(1)(a);
 - iii. de transparantievereisten voor de uit hoofde van punt A(1)(a) opgerichte a-LMT's;
 - iv. beginselen van hoog niveau aangaande de wijze waarop a-LMT's geïmplementeerd moeten worden binnen het kader van het liquiditeitbeheer van de instelling;
 - v. de wijze waarop mogelijke onbedoelde gevolgen van het gebruik van a-LMT's beoordeeld en aangepakt moet worden;
 - vi. het rapportagevereiste ten aanzien van NBA's uit hoofde van punt A(1)(d), en
 - vii. het transparantieniveau in verband met beleggers wanneer a-LMT's geactiveerd worden en gedurende de toepassing ervan.

De richtsnoeren moeten rekening houden met de vereiste noodplanning die vooraf van toepassing moet zijn, zoals vereist uit hoofde van punt A(1)(c), opdat die a-LMT's onverwijld en effectief geactiveerd kunnen worden.

A(2) — Nadere bepalingen inzake de opschorting van terugbetaling door NBA's, zulks met grensoverschrijdende gevolgen voor financiële stabiliteit

De door de Commissie voorgestelde wijzigingen van Uniewetgeving moet het volgende omvatten:

- a) verduidelijking van de respectieve rollen van NBA's en hun onderlinge samenwerking met betrekking tot de opschorting van terugbetaling voor doeleinden van grensoverschrijdende financiële stabiliteit, indien de aib of ICBE gevestigd is in een lidstaat, maar een abi-beheerder of ICBE-beheermaatschappij heeft die is gevestigd in een andere lidstaat, i.e. grensoverschrijdende implicaties;

- b) een verplichting voor de NBA's andere betrokken NBA's en het ESRB in te lichten, zulks voorafgaande aan de uitoefening van de bevoegdheden tot aansturing van de opschorting van terugbetaling voor doeleinden van grensoverschrijdende financiële stabiliteit.

A(3) — Nadere bepalingen inzake de rol van ESMA ten overstaan van de NBA's die terugbetaling opschorten met grensoverschrijdende gevolgen voor financiële stabiliteit

De door de Commissie voorgestelde wijzigingen van de relevante Uniewetgeving moet voor ESMA een verplichting omvatten te verzekeren dat het een algemene faciliterende, adviserende en coördinerende rol speelt met betrekking tot de bevoegdheid van NBA's terugbetaling op te schorten in geval van grensoverschrijdende implicaties voor financiële stabiliteit.

Aanbeveling B

Voor **aanbeveling B** zijn de volgende nalevingscriteria vastgesteld.

De door de Commissie voorgestelde wijzigingen van de betrokken Uniewetgeving moeten verplichtingen omvatten voor:

- a) de verlening van bevoegdheden aan ESMA om een lijst van inherent minder liquide activa voor te bereiden en bij te werken, zulks op basis van ESMA's analyse en nadat rekening werd gehouden met de ESRB-standpunten met betrekking tot macroprudentiële aangelegenheden en de standpunten van de Europese Bankautoriteit en de Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen met betrekking tot grensoverschrijdende consistentiekwesties. Bij de samenstelling van deze lijst moet ESMA minstens rekening houden met onroerend goed, niet-beursgenoteerde effecten, leningen en andere alternatieve activa die inherent minder liquide lijken. De analyse moet onder meer rekening houden met de voor de liquidatie van die activa benodigde tijd onder gestreste marktomstandigheden;
- b) een vereiste voor abi-beheerders van open-end abi's die aanzienlijke beleggingen beogen te doen in activa die zijn opgenomen op de lijst van inherent minder liquide activa onder punt B(a), om ten overstaan van de NBA's aan te tonen dat zij in staat zijn hun beleggingsstrategie onder voorzienbare marktomstandigheden te handhaven. De beoordeling moet onder meer het volgende omvatten: op maat gesneden terugbetalingsbeleid, de implementatie van ALMT's en/of interne limieten van activa die zijn opgenomen op de lijst van inherent minder liquide activa onder punt B(a). Dergelijke interne limieten moeten worden geopenbaard aan de NBA's, zulks bij de oprichting van de betrokken instellingen en daarna worden gerapporteerd telkens wanneer deze limieten veranderen. Openbaarmaking aan beleggers moet tevens worden geïmplementeerd op basis van door ESMA ontwikkelde richtsnoeren;
- c) de keuzemogelijkheid om overgangsbepalingen op te leggen voor abi-beheerders van open-end abi's, die de toegestane tijd uitzetten om te voldoen aan de wetgeving wanneer activa worden toegevoegd aan de lijst van inherent minder liquide activa onder punt B(a), en wanneer interne limieten niet worden nageleefd, indien van nut, zulks om te vermijden dat onbedoelde schadelijke effecten optreden.

Aanbeveling C

Voor **aanbeveling C** zijn de volgende nalevingscriteria vastgesteld.

De door ESMA uitgegeven richtsnoeren inzake liquiditeitstresstests moeten onder het volgende omvatten:

- a) de opzet van liquiditeitstresstestscenario's;
- b) het liquiditeitstresstestbeleid, waaronder het interne gebruik van liquiditeitstresstestresultaten;
- c) overwegingen voor de activa- en passivazijde van balansen van beleggingsinstellingen, en
- d) de timing en frequentie voor afzonderlijke instellingen om liquiditeitstresstesten uit te voeren.

Die richtsnoeren moeten zijn gebaseerd op de stresstestvereisten die uitgezet zijn in Richtlijn 2011/61/EU en hoe marktdeelnemers stresstests moeten uitvoeren.

Aanbeveling D

Voor **aanbeveling D** zijn de volgende nalevingscriteria vastgesteld.

D(1) — Rapportageverplichtingen voor ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen.

De door de Commissie voorgestelde wijzigingen van de relevante Uniewetgeving moeten rapportageverplichtingen omvatten die zowel beheer- alsook instellingspecifieke gegevens bestrijken, terwijl ook de eigenheden van ICBE's worden weergegeven. De gerapporteerde gegevens moeten voldoende monitoring mogelijk maken van mogelijke kwetsbaarheden die kunnen bijdragen tot systeemrisico, en moeten minstens het volgende bestrijken:

- a) de waarde van beheerde activa voor alle ICBE's die een beheermaatschappij beheert;
- b) verhandelde instrumenten en afzonderlijke blootstellingen;

- c) beleggingsstrategie;
- d) globale blootstelling/hefboomfinanciering
- e) stresstests;
- f) efficiënte portefeuillebeheertechnieken;
- g) tegenpartijrisico/onderpand;
- h) liquiditeitsrisico;
- i) kredietrisico, en
- j) handelsvolumes.

De Commissie moet, indien toepasselijk, een harmonisatie voorstellen van globale rapportagevereisten voorstellen betreffende beleggingsinstellingen en hun beheerders, met name tussen de aanbevolen ICBE-rapportage en de reeds uit hoofde van Richtlijn 2011/61/EU voor rapportage geïmplementeerde maatregelen. Dienaangaande moet de Commissie ook rekening houden met de rapportagevereisten uit hoofde van Verordening (EU) 2017/1131 van het Europees Parlement en de Raad⁽¹⁾. Die harmonisatie moet het gebruik van bestaande rapportageplatforms, het bereiken van synergieën mogelijk maken en onnodige belasting van de activabeheerders vermijden.

De wijzigingen van de Commissie van Uniewetgeving moeten voorts een voorschrift omvatten dat bepaalt dat indien de NBA van de ICBE-beheerder niet de NBA is van de ICBE zelf, de ICBE-beheerder op verzoek de gerapporteerde gegevens ook aan de NBA van de ICBE moet verstrekken.

D(2) — Frequentie en dekking van rapportageverplichtingen voor ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen

De door de Commissie voorgestelde wijzigingen van Uniewetgeving moeten de volgende vereisten omvatten:

- a) de in aanbeveling D(1) bedoelde gegevens worden minstens op kwartaalbasis gerapporteerd, zodat effectieve monitoring van financiële stabiliteitsrisico's mogelijk is en tegelijkertijd evenredigheidsaspecten worden geadresseerd met betrekking tot de entiteiten die moeten rapporteren;
- b) opdat risico's voor de financiële stabiliteit geadresseerd worden, moet met de totale activa onder het beheer van de beheermaatschappij en de activa onder beheer door afzonderlijke ICBE-instellingen rekening worden gehouden bij de vaststelling van de rapportagereikwijdte, aldus verzekerd dat een voldoende deel van de sector door rapportage bestreken wordt.

D(3) — Geharmoniseerde rapportage en gegevensdeling

De door de Commissie voorgestelde wijzigingen van Uniewetgeving moeten voor de in aanbeveling D(1) bedoelde gegevens een verplichting bevatten dat zij beschikbaar gesteld moeten worden aan de NBA's van andere betrokken lidstaten, ESMA en het ESRB, zulks om harmonisatie van ICBE-gegevensrapportage met gegevensdelingpraktijken uit hoofde van Richtlijn 2011/61/EU te verzekeren. Binnen dit kader moet de Commissie ook rekening houden met rapportagevereisten uit hoofde van Verordening (EU) 2017/1131.

Aanbeveling E

Voor **aanbeveling E** zijn de volgende nalevingscriteria vastgesteld.

E(1) — Beoordeling van hefboomfinancieringgerelateerde systeemrisico

De door ESMA uitgegeven richtsnoeren moeten het volgende omvatten:

- a) gedurende de beoordeling moet de NBA rekening houden met een gemeenschappelijke minimumindicatorsreeks;
- b) berekeningsinstructies voor de in punt E(1)(a) bedoelde indicatoren, gebaseerd op rapportagegegevens uit hoofde van artikel 24 van Richtlijn 2011/61/EU, en
- c) kwalitatieve en, indien haalbaar, kwantitatieve beschrijvingen van de interpretatie van de indicatoren binnen het beoordelingskader.

⁽¹⁾ Verordening (EU) 2017/1131 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 inzake geldmarktfondsen (PB L 169 van 30.6.2017, blz. 8).

De in punt E(1)(a) bedoelde gemeenschappelijke reeks van indicatoren moet:

- 1) beoordeling faciliteren van het niveau, de bron en het uiteenlopende gebruik van hefboomfinanciering;
- 2) beoordeling faciliteren van de belangrijkste kanalen waardoor systeemrisico ontstaat, d.w.z. noodverkoop, directe overloopeffecten naar financiële instellingen, en de onderbreking van kredietbemiddeling, en
- 3) moeten bruikbaar zijn en volstaan voor NBA's om ESMA erover in te lichten, zulks in samenhang met haar advies uit hoofde van artikel 25, lid 6, van Richtlijn 2011/61/EU en de in artikel 112 van Gedelegeerde Verordening (EU) 231/2013 van de Commissie ⁽¹⁾ vastgestelde beginselen, dat voldaan is aan de voorwaarden voor de oplegging van hefboomfinancieringlimieten, of andere beperkingen op het beheer van abi's.

E(2) — Macroprudentiële hefboomfinancieringlimieten

De door ESMA uitgegeven richtsnoeren moeten het volgende omvatten:

- a) een beschrijving van de uitlopende soorten hefboomfinancieringlimieten, waaronder een beoordeling van hun effectiviteit en efficiëntie inzake mitigatie van buitengewone hefboomfinanciering;
- b) een reeks beginselen waarmee de NBA's bij de kalibratie van hefboomfinancieringlimieten rekening moet houden. Die beginselen moeten minstens hetgeen volgt omvatten: i) een verklaring die hefboomfinancieringlimieten vaststelt die moeten worden gebaseerd op de in Richtlijn 2011/61/EU bedoelde hefboomfinancieringmaatregelen; ii) criteria voor de toepassing van hefboomfinancieringlimieten, en iii) beginselen aangaande de periodieke herziening van hefboomfinancieringlimieten;
- c) een reeks van beginselen waarmee de NBA's rekening moeten houden indien zij overwegen hefboomfinancieringlimieten op te leggen, moet minstens het volgende omvatten: i) beginselen voor een evenwichtige benadering tussen een op regels gebaseerde opzet tegen een op discretionaire beperkingen gebaseerde opzet; ii) beginselen die verband houden met de interactie met andere beleidsmaatregelen, en iii) beginselen voor coördinatie tussen Unieautoriteiten.

E(3) — Notificatieprocedure

De door ESMA uitgegeven richtsnoeren moeten NBA's in staat stellen ESMA, het ESRB en overige betrokken NBA's in te lichten. Met name moeten deze richtsnoeren onder meer het volgende omvatten: een efficiënte werkprocedure en templates voor kennisgevingsbrieven en rapportagevereisten inzake de beoordeling door NBA's van de noodzaak macroprudentiële maatregelen krachtens artikel 25, lid 3, van Richtlijn 2011/61/EU te implementeren.

E(4) — Benchmarking

ESMA moet op jaarbasis met nationale macroprudentiële autoriteiten en het ESRB het volgende delen:

- a) de resultaten van haar benchmarkwerkzaamheden, indien van toepassing;
- b) de praktijk, indien van toepassing, met betrekking tot het gebruik van hefboomfinancieringlimieten en de oplegging van overige beperkingen aan het beheer van abi's onder gebruikmaking van de krachtens artikel 25, lid 3, van Richtlijn 2011/61/EU zijdens de NBA's ontvangen gegevens.

⁽¹⁾ Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 231/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van vrijstellingen, algemene voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening, bewaarders, hefboomfinanciering, transparantie en toezicht (PB L 83 van 22.3.2013, blz. 1).

BIJLAGE II

ECONOMISCHE REDENEN EN BEOORDELING

INHOUD

	<i>Bladzijde</i>
Afkortingen	12
I. Inleiding	13
II. Aanbeveling van het ESRB voor wat betreft liquiditeits- en hefboomfinancieringsrisico's in beleggingsinstellingen	17
II.1. Aanbeveling A: liquiditeitbeheerinstrumenten voor terugbetaling	17
II.1.1. Economische redenen en bedoelde effecten	17
Aanbeveling A(1): beschikbaarheid van aanvullende liquiditeitbeheerinstrumenten	17
Aanbeveling A(2) en A(3): nadere bepalingen inzake NBA's en inzake de rol van ESMA in de opschorting, door de NBA's, van terugbetalingen met grensoverschrijdende implicaties voor de financiële stabiliteit	21
II.1.2. Onbedoelde effecten	22
II.2. Aanbeveling B: aanvullende bepalingen om de waarschijnlijkheid van buitensporige liquiditeitsmismatches te verminderen	22
II.2.1. Economische redenen en bedoelde effecten	22
II.2.2. Onbedoelde effecten	30
II.3. Aanbeveling C: stresstests	31
II.3.1. Economische redenen en bedoelde effecten	31
II.3.2. Onbedoelde effecten	34
II.4. Aanbeveling D: ICBE-rapportage	35
II.4.1. Economische redenen en bedoelde effecten	35
Aanbeveling D(1): rapportageverplichtingen voor ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen	35
Aanbeveling D(2): frequentie en reikwijdte van rapportageverplichtingen voor ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen	38
Aanbeveling D(3): geharmoniseerde rapportage en informatie-uitwisseling	39
II.4.2. Onbedoelde effecten	39
II.5. Aanbeveling E: richtsnoeren inzake artikel 25 van Richtlijn 2011/61/EU	40
II.5.1. Economische redenen en bedoelde effecten	40
Aanbeveling E(1): beoordeling van met hefboomfinanciering verband houdende systeemrisico's	40
Aanbeveling E(2): macroprudentiële hefboomfinancieringlimieten	45
Aanbeveling E(3): kennisgevingsprocedure	48
Aanbeveling E(4): benchmarking	48
II.5.2. Onbedoelde effecten	48
Referenties	49
Bijlage	52

Afkortingen

a-LMT	additional liquidity management tool — aanvullend liquiditeitsbeheersinstrument
abi	alternatieve beleggingsinstelling
abi-beheerder	beheerder van een alternatieve beleggingsinstelling
CEER	Committee of European Securities Regulators — Comité van Europese effectenregelgevers
CIS	Collective Investment Scheme
EBA	Europese Bankautoriteit
ECB	Europese Centrale Bank
EER	Europese Economische Ruimte
Elif	European long-term investment funds — Europese langetermijnbelegginginstellingen
ESCB	Europees Stelsel van centrale banken
ESMA	European Securities and Markets Authority — Europese Autoriteit voor effecten en markten
ESRB	European Systemic Risk Board — Europees Comité voor systeemrisico's
EU	Europese Unie
FSB	Financial Stability Board — Raad voor financiële stabiliteit
ICBE	instelling voor collectieve belegging in effecten
IOSCO	International Organization of Securities Commissions — internationale organisatie van effectencommissies
NBA	nationale bevoegde autoriteit
otc	over-the-counter
SEC	Securities and Exchange Commission
VaR	value at risk

Deze bijlage biedt achtergrondmateriaal ten behoeve van de uitvoering van de ESRB-aanbevelingen in de EU. Meer in het bijzonder worden alle aanbevelingen hieronder gedetailleerd besproken en worden bij elke aanbeveling de economische redenen en beoordeling gegeven, met inbegrip van mogelijke bedoelde en onbedoelde effecten en de potentiële gevolgen voor de markten. Bij de analyse is op grote schaal gebruikgemaakt van onderzoeks- en beleidspapers, nationale wet- en regelgeving en de uitkomsten van ESMA-, ESRB- en IOSCO-enquêtes (bv. naar de beschikbaarheid en het gebruik van instrumenten voor liquiditeitsbeheer, naar het gebruik van hefboomen door beleggingsinstellingen als bedoeld in Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad ⁽¹⁾ en Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad ⁽²⁾, en naar de stresstestpraktijken van beheerders van beleggingsinstellingen).

I. Inleiding

Structurele overwegingen

De sector beleggingsinstellingen in de Unie is de afgelopen jaren aanzienlijk gegroeid. De totale nettoactiva van EU-beleggingsinstellingen zijn sinds 2008 meer dan verdubbeld, van 6,2 biljoen EUR naar 15,3 biljoen EUR in het derde kwartaal van 2017 ⁽³⁾. Verder dient te worden opgemerkt dat in dezelfde periode Europese alternatieve beleggingsinstellingen (abi's) meer dan drie keer zo groot zijn geworden, een groei van 1,6 biljoen EUR naar 5,8 biljoen EUR ⁽⁴⁾. Nu de sector beleggingsinstellingen een groter deel van de totale financiële markt uitmaakt, wordt het ook belangrijker de systeemrisico's in deze sector te beheersen.

Beleggingsinstellingen vertonen een bijzonder complex scala aan mogelijke reacties op spanningen in de markt.

Beleggingsinstellingen vormen slechts één van een aantal typen grote beleggers op de financiële markten — andere zijn bijvoorbeeld banken, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen, kleine beleggers, „family offices”, staatsbeleggingsfondsen en diverse soorten intermediairs. Elk type belegger vertoont zijn eigen, specifieke gedragskenmerken. Eén kenmerk dat typerend is voor beleggingsinstellingen is dat zij van een breed scala aan eindbeleggers gelden betrekken en die via een collectieve beleggingsstructuur naar de markt sluizen. Dit kenmerk, plus het feit dat de meeste beleggingsinstellingen „open-end” instellingen zijn (d.w.z. dat beleggers hun belegging uit de instelling kunnen terugtrekken voordat de looptijd van de onderliggende activa is verstreken), betekent dat instellingen bij een gespannen markt een bijzonder complex scala aan mogelijk gedrag vertonen. Eén opmerkelijke mogelijkheid is dat een beleggingsinstelling, of een subsector daarvan, op spanningen in de markt en het daaruit voortvloeiende uitstappen van beleggers reageert door op aanzienlijke schaal activa te verkopen bij een dalende markt, en daardoor de marktschok versterkt en bijdraagt aan financiële instabiliteit.

Beleggingsinstellingen houden doorgaans aan hun beleggingsstrategie vast wanneer zich marktschokken voordoen.

Met uitzondering van enkele abi's kennen beleggingsinstellingen doorgaans een geringe mate van hefboomfinanciering ⁽⁵⁾. In dat geval houden instellingen die geen uitstapdruk ervaren hun activa doorgaans vast en willen ze zelfs wel eens opportunistisch handelen door bij dalende prijzen activa aan te kopen, wat een anticyclisch effect heeft.

Risicobronnen

De hoofdreden dat beleggingsinstellingen mogelijk anders handelen en tijdens een marktschok bij een dalende markt verkopen, is meestal een onverwacht groot aantal terugbetalingsverzoeken.

Het is weliswaar niet het historische patroon, maar het is enkele keren voorgekomen dat een groot aantal beleggers zich terugtrok in tijden van spanningen op de markt. Bovendien vormt het gedrag dat een beleggingsinstelling in het verleden heeft vertoond niet per se een indicatie voor de toekomst. We kunnen er dan ook niet zeker van zijn dat gevallen van grootschalige terugbetalingsverzoeken ook in de toekomst zeldzame of incidentele voorvallen zullen blijven. Eén reden voor eventuele grootschalige terugbetalingsverzoeken in tijden van marktspanningen is het feit dat beleggingsinstellingen niet slechts optreden als vehikel voor langlopende aandelenbeleggingen zonder hefboomfinanciering. In plaats daarvan worden ze soms gebruikt door beleggers met een kortetermijnhorizon en het aandeel van zulke beleggers kan sterk variëren, afhankelijk van andere invloeden op de markt. Dit zou aanzienlijk grotere systeemrisico's binnen de sector kunnen veroorzaken dan het geval zou zijn wanneer grootschalige terugbetalingsverzoeken slechts zelden of in incidentele gevallen voorkomen. Naarmate de sector groeit, wordt dit feit op zijn beurt een belangrijkere factor in het totale systeemrisico.

⁽¹⁾ Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (PB L 302 van 17.11.2009, blz. 32).

⁽²⁾ Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010 (PB L 174 van 1.7.2011, blz. 1).

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

⁽⁴⁾ NB: Sinds 2014 worden abi's geassocieerd volgen de regelgevende definitie uit Richtlijn 2011/61/EU. De nettoactiva zijn sindsdien met meer dan 25 % gestegen.

⁽⁵⁾ Europees Comité voor systeemrisico's, „EU Shadow Banking Monitor”, nr. 2, mei 2017.

De tweede grote bron van systeemrisico's is het feit dat er prikkels bestaan om rendement boven liquiditeit te stellen, of om de hefboom te vergroten teneinde een voor beleggers aantrekkelijk rendement te behalen. Hoe groter de hefboom, hoe onwaarschijnlijker het is dat een beleggingsinstelling in tijden van marktspanningen schokbestendig zal blijken. En hoe meer een instelling bovendien geneigd is rendement boven liquiditeit te stellen, hoe slechter zij mogelijk in staat is terugbetalingspieken ordelijk op te vangen. Dit gedrag wordt mogelijk nog erger wanneer het voor mogelijke beleggers onduidelijk is dat rendement boven liquiditeit wordt gesteld, ofwel omdat de belegde activa liquide lijken maar de liquiditeit niet schokbestendig is, of omdat de hefboomfinanciering in derivaten is ingebed en de omvang ervan niet transparant is.

De derde bron van systeemrisico's is de werking van het terugbetalingsmechanisme. Open-end beleggingsinstellingen kunnen een „first-mover advantage” („eerstemarktspelersvoordeel”) veroorzaken, in die zin dat uitstappende beleggers niet de volledige kosten van hun vroegtijdig uitstappen dragen, maar dat die worden doorgeschoven naar de zittende deelnemers. Voor de beheerders van instellingen speelt bovendien de reputatiekwesie een rol, waardoor ze mogelijk niet snel bereid zijn terugbetalingen op te schorten, zelfs als dat in het belang van de beleggers zou zijn, terwijl ze tegelijkertijd het evenwicht moeten zien te vinden tussen enerzijds liquiditeit verstrekken aan beleggers die willen uitstappen zolang de instelling over liquiditeit beschikt en anderzijds bepalen wanneer de omstandigheden uitzonderlijk genoeg zijn om terugbetalingen op te schorten.

De vierde bron van systeemrisico is het feit dat de werking van het terugbetalingsmechanisme afhangt van de marktliquiditeit. Voor veel van de instrumenten waarin beleggingsinstellingen beleggen, geldt dat de liquiditeit traditioneel afhankelijk is van marketmakers en met de tijd en per instrument varieert. Uit recente ontwikkelingen, zoals verminderde volatiliteit, een grotere afhankelijkheid van de elektronische handel, de versnippering van liquiditeitsbronnen, traditionele marketmakers als banken en broker-dealers die minder activa aanhouden, maar ook cyclische factoren als het monetair beleid, blijkt dat de liquiditeitsverschaffing in de loop van de tijd van structuur kan veranderen (al is uit lopend onderzoek nog niet onomstotelijk gebleken dat er op dit moment sprake is van verminderde liquiditeit). Zulke veranderingen kunnen van invloed zijn op de degelijkheid van de liquiditeitsverschaffing wanneer er spanningen op de markten ontstaan. Het is moeilijk te voorspellen hoe belangrijk deze veranderingen in de structuur van de liquiditeit zijn en het kan dan ook gebeuren dat beleggingsinstellingen vertrouwen op liquiditeitsniveaus die minder schokbestendig blijken dan gedacht.

Er bestaat een sterke wisselwerking tussen de hefboomfinanciering, de liquiditeit en de terugbetalingskenmerken van beleggingsinstellingen. Beleggingsinstellingen met hefboomfinanciering die te maken krijgen met hogere margestortingen, terugtrekking van financiering of grotere haircuts kunnen vlot aanpassingen doorvoeren als ze over activa beschikken die snel geliquideerd kunnen worden. Een instelling met grote hefboomfinancieringsposities die daarentegen slechts kleinere aantallen liquide activa aanhoudt en te maken kan krijgen met terugbetalingsverzoeken op korte termijn of met veranderingen in kredietvoorwaarden, kan gedwongen worden snel activa te verkopen op minder liquide markten (verkoop tegen kortingen) teneinde aan haar verplichtingen te kunnen voldoen. Bij margestortingen kan de instelling de terugbetalingen weliswaar opschorten in het belang van de beleggers, maar om liquidatie te voorkomen zal zij toch door middel van noodfinanciering en/of de verkoop van activa snel aan contanten moeten komen. Dit zou aanzienlijk tegenpartijrisico kunnen veroorzaken en grote gevolgen kunnen hebben voor de prijzen van de activa.

Centrale banken, markten en effectenregelgevers hebben hun bezorgdheid uitgesproken over de mogelijke vergroting van systeemrisico's door beleggingsinstellingen ⁽¹⁾. Voor het mondiale niveau heeft de Financial Stability Board (FSB) vastgesteld dat liquiditeitsmismatches bij beleggingsinstellingen en het gebruik van hefboomfinanciering aanleiding vormen tot mogelijk aanzienlijke structurele kwetsbaarheden in de sector beleggingsinstellingen. Het FSB heeft vervolgens met nadruk gewezen op het belang van onderzoek naar en aanpak van mogelijke structurele kwetsbaarheden die verband houden met liquiditeitsmismatch en het gebruik van hefboomfinanciering door beleggingsinstellingen en die een risico voor de financiële stabiliteit zouden kunnen vormen. De FSB raadt autoriteiten bijvoorbeeld aan het gebruik van hefboomfinanciering door instellingen te monitoren en zo nodig actie te ondernemen ⁽²⁾.

⁽¹⁾ Zie het „Financial Stability Report — December 2015” van de Bank of England; het tweede „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities” van de ESMA uit 2015; het „Financial Stability Review” van mei 2016 van de ECB; de „Update on Review of Asset Management Products and Activities” van april 2016 van de Financial Stability Oversight Council, en de toespraken van Vítor Constâncio, „Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union”, april 2016; Steven Maijoor, „Measuring and assessing stability risks in financial markets”, van mei 2015, en Mary Jo White, „Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry”, van december 2014.

⁽²⁾ „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities”, Financial Stability Board, januari 2017.

Het huidige regelgevend kader voor de liquiditeits- en hefboomfinancieringspositie van beleggingsinstellingen

In Europa bestaat het regelgevend kader inzake de liquiditeits- en hefboomfinancieringspositie van beleggingsinstellingen uit de Richtlijnen 2009/65/EG en 2011/61/EU. De wijze waarop beleggingsinstellingen in Europa hun liquiditeits- en hefboomfinancieringspositie dienen te beheren, is gebaseerd op dit kader, dat tevens het uitgangspunt vormt voor de beoordeling van systeemrisico's als gevolg van liquiditeitsmismatches en het gebruik van hefboomfinanciering bij beleggingsinstellingen.

Instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's) zijn sterk gereguleerde beleggingsinstellingen. ICBE's zijn beleggingsinstellingen die beleggen in daarvoor in aanmerking komende activa, zoals contanten en zeer liquide deposito's, obligaties, aandelen, geldmarktinstrumenten en andere beleggingsinstellingen (zie kader 1a). In theorie zijn ICBE's minder gevoelig voor liquiditeitsmismatches, omdat zowel hun activa als hun passiva geacht worden in kort tijdsbestek te worden verhandeld. ICBE's mogen slechts beleggen in overdraagbare effecten of in andere liquide financiële activa die voldoen aan de in een specifieke Richtlijn uiteengezette voorwaarden voor in aanmerking komende beleggingen. ⁽¹⁾ ICBE's zijn verplicht (op last van mogelijke opschorting van de beleggingsinstelling) om deelnemingsrechten van een houder op diens verzoek terug te betalen. Dit houdt in dat ICBE's houders ten minste tweemaal per maand de mogelijkheid moeten bieden hun deelnemingsrechten terug te laten betalen, al bieden veel ICBE's die mogelijkheid op dag- of weekbasis. Wat hun hefboomfinancieringspositie betreft, de regelgeving stelt grenzen aan de hefboomfinancieringspositie van ICBE's. ICBE's mogen slechts voor maximaal 10 % van hun activa hefboomfinanciering door middel van contante leningen zonder zekerheid gebruiken en op voorwaarde dat dit soort leningen slechts tijdelijk zijn (zie kader 1b). Dat betekent dat bij ICBE's die werken met zowel contant krediet als effectenfinancieringstransacties of derivaten hefboomfinanciering tot maximaal 2,1 maal hun totale intrinsieke waarde mogelijk is.

Abi's zijn beleggingsinstellingen waaraan het is toegestaan te beleggen in activa die vergelijkbaar zijn met die in ICBE's, maar waarvoor minder uitgewerkte beperkingen gelden wat betreft diversificatie, liquiditeit en hefboomfinanciering. Abi's mogen ook beleggen in financiële instrumenten die voor ICBE's niet in aanmerking komen, zoals private equity, durfkapitaal, vastgoed, fysieke goederen en andere alternatieve beleggingen. Beheerders van open-end abi's of closed-end abi's met hefboomfinanciering dienen echter procedures voor liquiditeitsbeheer op te stellen. Dat betekent onder andere dat ze de beleggingsstrategie, het liquiditeitsprofiel en het terugbetalingsbeleid van de instelling op elkaar afstemmen, en zorgen voor passende liquiditeitsbeheerlimieten en stresstests (zie kader 1a). Daarbij moet worden opgemerkt dat deze vereisten mogelijk niet gelden voor abi's die onder bepaalde drempelwaarden ⁽²⁾ blijven, in welk geval ze geen gebruik kunnen maken van het in Richtlijn 2011/61/EU bedoelde paspoort voor verhandeling in andere jurisdicties binnen de Unie. Wat hun hefboomfinancieringspositie betreft, de regelgeving stelt geen grenzen aan de hefboomfinancieringspositie van abi's. De als abi's beheerde instellingen dienen uitsluitend hun gebruik van hefboomfinanciering te rapporteren (zie kader 1b).

Kader 1a: het huidige regelgevend kader voor de liquiditeitspositie van beleggingsinstellingen

Richtlijn 2009/65/EG — ICBE's

Frequentie waarmee deelnemingsrechten worden verhandeld. ICBE's dienen faciliteiten te bieden voor de inkoop en terugbetaling van deelnemingsrechten op verzoek van beleggers in de instelling. Dit houdt in dat ICBE's ten minste tweemaal per maand ⁽³⁾ terugbetaling mogelijk moeten maken, al staan vele ICBE's terugbetaling op dag- of weekbasis toe ⁽⁴⁾.

Procedures voor de verhandeling van deelnemingsrechten. In Richtlijn 2009/65/EG worden de procedures die ICBE's moeten volgen bij het verhandelen van deelnemingsrechten niet nader bepaald. In de praktijk wordt op een tijdstip voorafgaand aan het moment van waardering, dat uren of dagen later kan zijn, een termijn gesteld waarbinnen verhandelingsverzoeken ontvangen moeten zijn. ICBE's zullen terugbetalingen bovendien doorgaans afwickelen conform de in de instellingsdocumentatie beschreven afwikkelingsprocedures, die kunnen voorzien in een tijdstip dat drie tot vijf dagen na het waarderingsmoment ligt ⁽⁵⁾. In lijn met deze verhandelingsprocedures zit er enige tijd tussen het tijdstip waarop handelsverzoeken ontvangen moeten zijn en het uiterste tijdstip van terugbetaling. Dit geeft de ICBE-beheermaatschappij de tijd om zo nodig beleggingen te verkopen en contanten te genereren voor de terugbetalingen.

⁽¹⁾ Richtlijn 2007/16/EG van de Commissie van 19 maart 2007 tot uitvoering van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) wat de verduidelijking van bepaalde definities betreft (PB L 79 van 20.3.2007, blz. 11).

⁽²⁾ Abi-beheerders van abi's met in totaal minder dan 100 miljoen EUR aan activa, of van abi's met in totaal minder dan 500 miljoen EUR aan activa, mits de abi's geen hefboomfinanciering hebben en er gedurende een periode van vijf jaar vanaf de datum van de oorspronkelijke beleggingen in de abi geen terugbetalingsrechten kunnen worden uitgeoefend.

⁽³⁾ NBA's kunnen ICBE's toestemming geven de frequentie te verlagen tot eenmaal per maand, „mits de belangen van de deelnemers door deze afwijking niet worden geschaad”. Deze optie is echter niet door alle lidstaten in nationale wetgeving omgezet.

⁽⁴⁾ Zie bijvoorbeeld artikel 76 van Richtlijn 2009/65/EG.

⁽⁵⁾ Geldmarktfondsen met een constante totale intrinsieke waarde kunnen afwikkeling op dezelfde dag aanbieden.

In aanmerking komende activa. Voor ICBE's gelden gedetailleerde regels ten aanzien van in aanmerking komende activa, waardoor zij gedwongen zijn hoofdzakelijk in liquide activa te beleggen. Daaronder vallen: beursgenoteerde, liquide overdraagbare effecten en geldmarktinstrumenten, aan de beurs verhandelde derivaten, en bankdeposito's die onmiddellijk opeisbaar zijn of kunnen worden opgevraagd, en die binnen een periode van ten hoogste twaalf maanden vervallen⁽¹⁾. Ter verdere ondersteuning van de liquiditeit zijn criteria geformuleerd voor de beurzen waaraan in aanmerking komende activa genoteerd respectievelijk de markten waarop ze verhandeld mogen worden⁽²⁾.

Vereiste zorgvuldigheid voorafgaand aan belegging. Een ICBE-beheermaatschappij dient voorafgaand aan een belegging onder andere de bijdrage van de belegging aan de samenstelling, liquiditeit en het risico-opbrengstprofiel van de ICBE te analyseren⁽³⁾.

Risicobeheer. In het kader van haar risicobeheerprocessen dient een ICBE-beheermaatschappij een passende procedure voor liquiditeitsrisicobeheer te volgen, opdat alle door haar beheerde ICBE's in alle voorzienbare omstandigheden, waaronder stressomstandigheden, in staat zijn te voldoen aan hun verplichting om op verzoek van houders van deelnemingsrechten deze rechten terug te betalen. Een ICBE-beheermaatschappij dient zo nodig stresstests uit te voeren om het liquiditeitsrisico van de ICBE's in uitzonderlijke omstandigheden te beoordelen⁽⁴⁾.

Verrekening van inschrijvings- en terugbetalingsorders. Een ICBE-instelling die inschrijvings- en terugbetalingsorders voor dezelfde handelsdag ontvangt, verrekent deze transacties en gebruikt het voor de inschrijvingen ontvangen geld om de terugbetalingsverzoeken geheel of gedeeltelijk te voldoen. Dit voorkomt, of verkleint de kans, dat onderliggende beleggingen verkocht moeten worden om aan contanten te komen waarmee uitstappende beleggers betaald kunnen worden.

Richtlijn 2011/61/EU — AIFMD

Procedures voor de verhandeling van deelnemingsrechten. Evenmin als voor ICBE's worden de verhandelingsprocedures voor abi's in Richtlijn 2011/61/EU nader bepaald. Een abi-beheerder ontwerpt procedures voor de verhandeling van deelnemingsrechten die geschikt zijn voor de door hem beheerde abi's en die hem voldoende tijd laten om beleggingen te verkopen teneinde contanten te genereren voor de terugbetalingen.

Risicobeheer. Artikel 15 van Richtlijn 2011/61/EU bevat bepalingen inzake zorgvuldigheidsvereisten voorafgaand aan beleggingen die vergelijkbaar zijn met de (hierboven besproken) bepalingen uit Richtlijn 2009/65/EG. Ten aanzien van het risicobeheer van de abi-beheerder schrijft artikel 15 voor dat de risico's van elke beleggingspositie van de abi en de algemene gevolgen ervan voor de portefeuille van de abi permanent naar behoren dienen te worden vastgesteld, gemeent, beheerd en bewaakt, onder meer aan de hand van passende stresstestprocedures. Richtlijn 2011/61/EU vereist bovendien dat een abi-beheerder zorgt voor coherentie tussen de beleggingsstrategie, het liquiditeitsprofiel en het terugbetalingsbeleid van alle door hem beheerde abi's⁽⁵⁾. Een abi-beheerder dient te beschikken over passende liquiditeitsbeheersystemen die hem in staat stellen het liquiditeitsrisico te bewaken en te waarborgen dat het liquiditeitsprofiel van de beleggingen van de abi in overeenstemming is met de onderliggende verplichtingen. Teneinde het liquiditeitsrisico van de abi te beoordelen en te monitoren, moet de abi-beheerder verder regelmatig stresstests uitvoeren, onder zowel normale als uitzonderlijke liquiditeitsomstandigheden⁽⁶⁾. In aanvulling op deze verplichtingen geldt gedetailleerde lagere (niveau 2) regelgeving inzake liquiditeitsbeheer⁽⁷⁾.

Verrekening van inschrijvings- en terugbetalingsorders. Net als bij ICBE's mag een abi-beheerder inschrijvings- en terugbetalingsorders voor een open-end abi verrekenen.

⁽¹⁾ Verdere gedetailleerde regels voor in aanmerking komende activa gelden voor geldmarktfondsen, of deze nu als ICBE of abi gevestigd zijn (bv. portefeuilleregels voor dagelijks en wekelijks vervallende activa). Zie Verordening (EU) 2017/1131.

⁽²⁾ Toelating tot de handel garandeert weliswaar geen liquiditeit, maar een ICBE mag op toelating vertrouwen, tenzij de ICBE op de hoogte is of zou moeten zijn van omstandigheden die erop wijzen dat een bepaald actief niet liquide is. In dat geval dient het ICBE-fonds de liquiditeit van het effect te beoordelen, zodat het kan bepalen of toevoeging aan de portefeuille de liquiditeit van die portefeuille zou schaden.

⁽³⁾ Zie bijvoorbeeld artikel 23, lid 4, van de Richtlijn 2010/43/EU van de Commissie van 1 juli 2010 tot uitvoering van Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft organisatorische eisen, belangenconflicten, bedrijfsvoering, risicobeheer en inhoud van de overeenkomst tussen een bewaarder en een beheermaatschappij (PB L 176 van 10.7.2010, blz. 42).

⁽⁴⁾ Zie bijvoorbeeld artikel 40, lid 3, van Richtlijn 2010/43/EU.

⁽⁵⁾ Zie bijvoorbeeld artikel 16, lid 2, van Richtlijn 2011/61/EU.

⁽⁶⁾ Zie bijvoorbeeld artikel 16, lid 1, van Richtlijn 2011/61/EU.

⁽⁷⁾ Zie bijvoorbeeld artikelen 46 tot en met 49 van Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 231/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van vrijstellingen, algemene voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening, bewaarders, hefboomfinanciering, transparantie en toezicht (PB L 83 van 22.3.2013, blz. 1).

Kader 1b: het huidig regelgevend kader voor de hefboomfinancieringspositie van beleggingsinstellingen

Richtlijn 2009/65/EG — ICBE's

Leningen. ICBE's mogen voor maximaal 10 % van hun activa hefboomfinanciering door middel van leningen gebruiken, op voorwaarde dat dit soort leningen slechts tijdelijk zijn. Zulke leningen zijn toegestaan als er sprake is van een tijdelijke mismatch tussen kasstromen, bv. wanneer terugbetalingen moeten worden gedaan voordat de ICBE geld uit de verkoop van beleggingen ontvangt.

Gebruik van synthetische hefboomfinanciering. Wat betreft het gebruik van synthetische hefboomfinanciering in de vorm van derivatenposities: het is ICBE's toegestaan synthetische risicoposities in te nemen — zoals berekend met de methode op basis van gedane toezeggingen — tot een bedrag dat gelijk is aan hun totale intrinsieke waarde. Dat betekent dat ICBE's die werken met zowel contant krediet als derivaten hefboomfinanciering tot maximaal 2,1 maal hun totale intrinsieke waarde kunnen toepassen. Op grond van Richtlijn 2009/65/EG mogen Nationale Bevoegde Autoriteiten (NBA's) ook toestaan dat ICBE's hun totale risico niet vanuit de methode op basis van gedane toezeggingen berekenen maar met behulp van een VaR-benadering of andere geavanceerde risicomeetmethoden. Het gebruik van hefboomfinanciering door deze instellingen wordt slechts indirect beperkt, door middel van beperkingen aan hun marktrisico, zoals toegelicht in lagere regelgeving (niveau 3) van het CEER⁽¹⁾. Kortom: voor instellingen die de *absolute* VaR-benadering volgen beperkt het gebruik van hefboomfinanciering zich tot een absoluut VaR van maximaal 20 % van de totale intrinsieke waarde (over een periode van twintig dagen). Voor instellingen die daarentegen de *relatieve* VaR-benadering volgen beperkt dit zich tot maximaal het dubbele verliesrisico bij een gegeven VaR-model van een vergelijkbare portefeuille zonder hefboomfinanciering. Van belang is dat deze VaR-benaderingen in aanleg aanzienlijk grotere hefboomfinancieringsposities toelaten dan volgens de methode op basis van gedane toezeggingen mogelijk zou zijn, afhankelijk van de volatiliteit van de onderliggende activa. Uit antwoorden op enquêtevragen in elf EU-landen blijkt dat de subset ICBE's die voor de berekening van hun totale risico VaR-benaderingen hanteren, mogelijk tussen 27 % en 50 % van de ICBE-sector in de EU vormt, uitgedrukt in totale intrinsieke waarde.

Richtlijn 2011/61/EU — AIFMD

Leningen en gebruik van synthetische hefboomfinanciering. De regelgeving stelt geen grenzen aan de hefboomfinancieringspositie van abi's. Krachtens Richtlijn 2011/61/EU behoeven instellingen slechts het gebruik van hefboomfinanciering te rapporteren. Dat neemt niet weg dat Richtlijn 2011/61/EU bevoegde autoriteiten eveneens de mogelijkheid biedt om grenzen te stellen aan de mate van hefboomfinanciering die beheerders bij hun abi's mogen toepassen, alsmede andere beperkingen aan hun risicobeheer, „met als doel de mate waarin het gebruik van hefboomfinanciering tot een toename van het systeemrisico in het financiële stelsel leidt of het gevaar van chaotische marktomstandigheden vergroot, te beperken”. Tot nu toe heeft geen enkele autoriteit dit instrument ingezet en is er op EU-niveau geen kader ontwikkeld dat een geharmoniseerde implementatie van macroprudentiële vereisten voor hefboomfinanciering ondersteunt.

II. Aanbeveling van het ESRB voor wat betreft liquiditeits- en hefboomfinancieringsrisico's in beleggingsinstellingen

II.1. Aanbeveling A: liquiditeitbeheerinstrumenten voor terugbetaling

II.1.1. Economische redenen en bedoelde effecten

Aanbeveling A(1): beschikbaarheid van aanvullende liquiditeitbeheerinstrumenten

Het regelgevend kader inzake het liquiditeitsbeheer van beleggingsinstellingen in de EU moet verruimd worden. De bepalingen betreffende liquiditeitsbeheer in de Richtlijnen 2009/65/EG en 2011/61/EU zijn in het verleden over het algemeen afdoende gebleken. De aanhoudende groei van de sector beleggingsinstellingen, gepaard aan een stijging van de liquiditeitstransformatietransacties binnen de sector, zou tot grotere risico's voor de financiële stabiliteit kunnen leiden die aangepakt moeten worden.

Passende instrumenten voor liquiditeitsbeheer kunnen liquiditeitsmismatches bij ICBE's en open-end abi's wegnemen en zo de risico's voor de financiële stabiliteit in gespannen marktomstandigheden verminderen. Liquiditeitsmismatches spelen vooral een rol bij open-end instellingen die frequente terugbetalingsmogelijkheden bieden maar beleggen in activa die, in bepaalde gevallen, niet snel verkocht kunnen worden zonder materiële gevolgen voor hun marktprijs. Veel, doch niet alle, open-end instellingen bieden de mogelijkheid tot terugbetaling op dagbasis. De Richtlijnen 2009/65/EG en 2011/61/EU bepalen dat het vaststellen van de terugbetalingsfrequentie de verantwoordelijkheid van de beheerders is (zie kader 1a). Er bestaat een set aanvullende instrumenten voor liquiditeitsbeheer (a-LMT's) (waarmee het liquiditeitsrisico van open-end instellingen gemitigeerd kan worden doordat zij in gespannen marktomstandigheden het „first-mover advantage”⁽²⁾ (ex ante) en het optreden van een liquiditeitsspiraal (ex post) verminderen.

⁽¹⁾ CEER, Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS, 28 juli 2010.

⁽²⁾ Voor nadere toelichting op dit concept zie paragraaf II.1 van de bijlage bij Aanbeveling ESRB/2012/1 van het Europees Comité voor systeemrisico's van 20 december 2012 inzake geldmarktfondsen (PB C 146 van 25.5.2013, blz. 1).

Ex-ante-instrumenten kunnen worden gebruikt ter mitigatie van „first-mover advantage” en systeemrisico’s. Deze instrumenten zijn in principe onder zowel normale als gespannen marktomstandigheden bruikbaar. Ex-ante-instrumenten als *swing pricing* en „verwateringsheffingen” (*anti-dilution levies*) zijn bedoeld om klanten eerlijk te behandelen en ervoor te zorgen dat de zittende beleggers geen nadeel ondervinden van het handelen van de uitstappende beleggers. Daarmee zouden de prikkels om vóór andere beleggers uit te stappen vanwege de lagere kosten, moeten zijn weggenomen. Maar als beleggers vastbesloten zijn hun posities in de instelling te verkopen, doen ze dat toch wel, ongeacht de bijbehorende kosten. Deze instrumenten mitigeren dan ook uitsluitend het „first-mover advantage” en niet noodzakelijkerwijs de druk tot verkopen in de onderliggende activamarkten.

Met ex-postinstrumenten kunnen beheerders de liquiditeit van beleggingsinstellingen beheren door de uitstroom te beheersen of te beperken. Deze instrumenten ontslaan beheerders meestal van de verplichting activa onmiddellijk te verkopen (tegen of onder de marktprijs) teneinde aan verzoeken tot terugbetaling van beleggers te kunnen voldoen. Ze kunnen daarom tot op zekere hoogte als een soort noodrem fungeren en het optreden van een liquiditeitsspiraal mitigeren. Ex-postinstrumenten worden doorgaans ingezet onder gespannen marktomstandigheden.

De beschikbaarheid en toepassing van aanvullende liquiditeitsbeheersinstrumenten voor beleggingsinstellingen verschilt sterk per jurisdictie. Hoewel de opschorting van de terugbetaling van rechten door de beheerder of de nationale bevoegde autoriteit uitdrukkelijk is toegestaan krachtens de Richtlijnen 2009/65/EG en 2011/65/EU, wordt hierin niets bepaald over andere a-LMT’s. Bijgevolg bestaan er tussen de jurisdicties verschillen in de beschikbaarheid van en de specifieke procedures voor het gebruik van a-LMT’s. Uit een door de IOSCO gehouden enquête⁽¹⁾ en ook uit een onlangs door de ESMA in EU-lidstaten gehouden enquête⁽²⁾ blijkt dat in enkele lidstaten een set a-LMT’s beschikbaar is, inclusief *swing pricing* en een verwateringsheffing. De meeste lidstaten beschikken echter over minder instrumenten.

De meest gangbare instrumenten in lidstaten van de Unie zijn:

- uitstapkosten;
- *redemption gates*;
- terugbetaling in aandelen;
- *side pockets*;
- het opschorten van terugbetalingen.

Het enige instrument dat alle deelnemende lidstaten gemeen hebben, is het opschorten van terugbetalingen. Het op een na meest voorkomende instrument is terugbetaling in aandelen, dat in zeventien lidstaten voorhanden is.

In de meeste lidstaten zijn uitsluitend de beheerders verantwoordelijk voor de inzet van instrumenten voor liquiditeitsbeheer, de regelgevers spelen slechts een kleine rol in het proces en kunnen de instrumenten niet activeren. Voor de inzet van de meeste a-LMT’s liquiditeitsbeheer hebben de beheerders geen goedkeuring van de toezichthouder nodig. In slechts drie lidstaten is voor enkele instrumenten goedkeuring vereist, en slechts in één lidstaat is toestemming nodig om terugbetalingen op te mogen schorten. Liquiditeitsinstrumenten en de omstandigheden waaronder deze gebruikt kunnen worden, dienen meestal echter te zijn opgesomd in de oprichtingsdocumenten van de beleggingsinstelling en deze zijn onderhevig aan autorisatie in EU-lidstaten. Het is regelgevers doorgaans niet toegestaan deze instrumenten te activeren. De algemene uitzondering hierop is de opschorting van terugbetalingen, die de toezichthouder kan opleggen als dat in het openbaar belang wordt geacht, waaronder, naar men mag aannemen, ook aspecten van de financiële stabiliteit vallen. In een aantal jurisdicties hebben NBA’s de bevoegdheid *redemption gates* te activeren.

In sommige gevallen is de beschikbaarheid van de instrumenten beperkt tot bepaalde soorten beleggingsinstellingen en/of uitzonderlijke omstandigheden. De mogelijkheid a-LMT’s te gebruiken, varieert onder normale omstandigheden. In sommige lidstaten kunnen bepaalde instrumenten onder normale omstandigheden worden gebruikt, doorgaans op voorwaarde dat het mogelijke gebruik van deze instrumenten van tevoren in de instellingsdocumentatie bepaald is. In andere lidstaten is het gebruik van bepaalde instrumenten alleen in uitzonderlijke omstandigheden mogelijk. In alle lidstaten is het gebruik van de bevoegdheid om terugbetalingen op te schorten alleen in uitzonderlijke omstandigheden mogelijk.

⁽¹⁾ Aan de enquête van het IOSCO deden landen van binnen en buiten de EU mee. In dit rapport ligt de nadruk op de antwoorden uit de elf deelnemende lidstaten. Zie voor dit rapport: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>

⁽²⁾ Zie tabel A1 in de bijlage voor nadere informatie.

De richtsnoeren van de regelgevers inzake het gebruik van aanvullende instrumenten voor liquiditeitsbeheer zijn ongelijksoortig en verschillen per instrument. Aan de opschorting van terugbetalingen wordt niet altijd een maximumduur gesteld en drie lidstaten bieden geen enkele aanwijzing omtrent het gebruik van dit instrument. Van de overige a-LMT's bestaan zelden officiële definities, al hebben de lidstaten doorgaans wel een algemeen beeld van de instrumenten. In de meeste gevallen kent de nationale wetgeving geen specifieke regelgeving en bestaan er evenmin richtsnoeren van de NBA voor het gebruik van deze instrumenten.

De FSB heeft liquiditeitsmismatch geïdentificeerd als een potentieel structurele kwetsbaarheid van open-end beleggingsinstellingen en heeft voorgesteld instrumenten voor liquiditeitsbeheer op grotere schaal beschikbaar te maken. Door de beschikbaarheid van een diverse set ex-ante- en ex-post-liquiditeitsbeheersinstrumenten in alle lidstaten zouden de instellingen beter kunnen reageren op liquiditeitsstress, wat de risico's voor de financiële stabiliteit zou verminderen. NBA's en beheerders van instellingen gaven in hun antwoorden op een door de Commissie gehouden raadpleging ook aan dat zij een bredere beschikbaarheid van instrumenten voor liquiditeitsbeheer zouden verwelkomen ⁽¹⁾.

Grensoverschrijdende effecten maken eens te meer duidelijk dat verdere harmonisering van het regelgevend kader noodzakelijk is. Aangezien ICBE's en abi's vaak grensoverschrijdend beleggen en opereren, blijven de mogelijke effecten van liquiditeitsproblemen niet beperkt tot de jurisdictie waarbinnen zij gevestigd zijn. Besmetting zou dan ook kunnen bijdragen aan liquiditeitsspiralen met grensoverschrijdende effecten. Daarom zou er binnen de Unie een uniforme set instrumenten voor liquiditeitsbeheer beschikbaar moeten zijn. Daarmee zouden beleggingsinstellingen beschikken over een gemeenschappelijke set a-LMT's die beheerders moeten beoordelen en in voorkomende gevallen moeten opnemen in de oprichtingsdocumenten van de beleggingsinstelling teneinde grensoverschrijdende liquiditeitsrisico's te mitigeren. Bij alle abi's en ICBE's dient de bevoegdheid om in gespannen marktomstandigheden terugbetalingen op te schorten standaard in hun oprichtingsdocumentatie te worden opgenomen.

De aanbeveling beoogt de instrumenten voor liquiditeitsbeheer niet alleen breder beschikbaar te maken, maar ook gemakkelijker te activeren. Mogelijk zijn beheerders om een aantal redenen, zoals angst voor hun reputatie of besmetting, onwillig om bepaalde instrumenten voor liquiditeitsbeheer te gebruiken. De activering van een instrument zou overloopeffecten kunnen hebben op andere beleggingsinstellingen onder dezelfde beheerder. In sommige gevallen zijn zelfs gevolgen mogelijk voor beleggingsinstellingen die door andere beheerders worden beheerd maar een vergelijkbare portefeuillesamenstelling kennen. Het in de oprichtingsdocumenten van een beleggingsinstelling opnemen van a-LMT's is mogelijk dan ook niet voldoende om de liquiditeitsrisico's van de instelling effectief te verminderen, wanneer de beheerder aarzelt om deze instrumenten in de praktijk werkelijk te gebruiken. Beheerders dienen daarom te zorgen voor de operationele capaciteit en noodplannen die nodig zijn om deze instrumenten tijdig te kunnen activeren. Elk prospectus van de beleggingsinstelling dan wel de informatie die beleggers voor het sluiten van het contract wordt verstrekt, dient dan ook een beschrijving te bevatten van alle a-LMT's die in de oprichtingsdocumenten zijn opgenomen, van hun doel en van de manier waarop ze worden gebruikt. Die schept duidelijkheid en maakt beleggers bekend met instrumenten die niet vaak worden gebruikt.

De aanbevelingen hebben de bevordering tot doel van een consistente benadering van het gebruik van instrumenten voor liquiditeitsbeheer binnen de lidstaten. Om consistente toepassing van a-LMT's in de lidstaten te waarborgen, dient het wetsvoorstel ESMA te verplichten overkoepelende richtsnoeren te ontwikkelen voor de invoering van deze instrumenten in het liquiditeitsbeheerproces van de beleggingsinstelling en voor de transparantie en rapportageverplichtingen die vastgesteld moeten worden. Om een beter inzicht te krijgen in de effecten van a-LMT's op de financiële stabiliteit, zou het ESRB met ESMA moeten samenwerken aan macroprudentiële kwesties. Beheerders dienen aan de NBA te rapporteren over invoering en gebruik van a-LMT's. Om rapportagedruk te voorkomen ten aanzien van a-LMT's die vaak of voortdurend worden gebruikt, zou de rapportage zich kunnen beperken tot het gebruik van instrumenten bij gespannen marktomstandigheden.

Ex-ante-instrumenten voor liquiditeitsbeheer zouden gebruikt kunnen worden om de toename en de impact van systeemrisico's te mitigeren, terwijl ex-post-instrumenten voor liquiditeitsbeheer geactiveerd zouden kunnen worden onder gespannen marktomstandigheden, wanneer beleggingsinstellingen met aanzienlijke uitstroom te maken hebben. Beide typen instrumenten helpen derhalve risico's voor de financiële stabiliteit aan te pakken die voortvloeien uit liquiditeitsmismatches van beleggingsinstellingen. De aanbeveling luidt dan ook dat beide typen instrumenten op het niveau van de Unie beschikbaar zijn. In kader 2 worden de verschillende instrumenten toegelicht, waarbij wordt erkend dat sommige instrumenten niet altijd geschikt of noodzakelijk zijn voor alle typen open-end beleggingsinstellingen.

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

Kader 2: instrumenten voor liquiditeitsbeheer

Ex-ante-/hybride ⁽¹⁾ instrumenten voor liquiditeitsbeheer ⁽²⁾

Swing pricing is bedoeld om zittende beleggers in een instelling te beschermen tegen nadelige prijseffecten van transacties van andere beleggers. *Swing pricing* kan worden gebruikt voor aanpassing van de prijs van aandelen in een beleggingsinstelling, zodat een bijdrage wordt geleverd aan de kosten van instellingstransacties die voortvloeien uit aan- en verkopen door beleggers ⁽³⁾. In de praktijk wordt bij grote uitstroom (instroom) de totale intrinsieke waarde van de aandelen kopen of verkopen en niet door de zittende beleggers. Deze prijsaanpassingen zouden beleggers, als zij ervan op de hoogte zijn, een prikkel moeten geven hun in- en uitstapgedrag zo aan te passen dat ze de netto stromen binnen de instelling helpen te stabiliseren. *Swing pricing* kan worden toegepast op alle inschrijvingen en terugbetalingen door beleggers (volledige *swing pricing*) of alleen op inschrijvingen en terugbetalingen die een bepaalde drempel overschrijden (gedeeltelijke *swing pricing*). Bij gedeeltelijke *swing pricing* wordt er een „swing threshold” vastgesteld en zodra de netto-uitstroom deze drempel overschrijdt, wordt de totale intrinsieke waarde van de instelling naar beneden bijgesteld, en omgekeerd. Drempels kunnen variabel zijn, het mechanisme kan dus worden aangepast aan de marktomstandigheden en/of de liquiditeitspositie, waardoor ze calculerend gedrag bij beleggers beperken (wat wil zeggen dat ze voorkomen dat beleggers anticiperen op de *swing pricing* en passende maatregelen nemen). Bij volledige *swing pricing* wordt de totale intrinsieke waarde voortdurend aangepast, afhankelijk van de vraag of er netto in- of uitstroom plaatsvindt. *Swing pricing* is een instrument dat het in- en uitstapgedrag van beleggers op doeltreffende wijze kan beïnvloeden, de instellingsrendementen stabiliseert en de kans op „first-mover advantages” en de bijbehorende „fire sales” (paniekverkopen) verkleint. Toch zullen beleggers die vastbesloten zijn uit te stappen zich daar niet van laten weerhouden, ook niet als ze ten gevolge van de *swing pricing* kosten moeten maken. Omdat er sprake kan zijn van meerdere totale intrinsieke waarden, kan *swing pricing* een erg complex en kostbaar instrument blijken dat daarom voor kleine beleggingsinstellingen mogelijk niet haalbaar is.

Vergelijkbaar hiermee zijn verwateringsheffingen, die inhouden dat beleggers de beleggingsinstelling een extra heffing betalen bij de inschrijving op of terugbetaling van aandelen in de beleggingsinstelling. Inschrijvingen en terugbetalingen kunnen gevolgen hebben voor de waarde van de betreffende beleggingsinstellingen. Dat is met name het geval wanneer aandelen in beleggingsinstellingen niet eenvoudigweg worden overgedragen tussen vergelijkbare aantallen kopers en verkopers, maar er geen evenwicht bestaat tussen kopers en verkopers en de beheerder derhalve gedwongen wordt onderliggende activa te kopen of te verkopen. Daarmee gaan transactiekosten, belastingen en liquiditeitskosten gepaard die van invloed zijn op de totale intrinsieke waarde van de beleggingsinstelling, met verwatering als gevolg. Een verwateringsheffing dekt deze handelskosten.

Swing pricing en verwateringsheffingen gaan procyclisch gedrag tegen, maar alleen de eerste stimuleert anticyclisch gedrag. Anders dan *swing pricing* bieden verwateringsheffingen beleggers geen prikkel om zich anticyclisch te gedragen (d.w.z. in een uitstapfase in te stappen), omdat zij in dit geval niet profiteren van de gunstiger verkoop- of terugbetalingsprijs die bij *swing pricing* ontstaat. Evenmin als *swing pricing* leveren verwateringsheffingen extra kosten op voor de beleggingsinstelling, ze veranderen alleen de wijze waarop de kosten aan de beleggers worden doorberekend.

Ex-post-instrumenten voor liquiditeitsbeheer

Redemption gates (beperkingen op terugbetalingsverzoeken) zorgen voor tijdelijk uitstel van terugbetalingen. Een *redemption gate* is een tijdelijk uitstel van het recht van aandeelhouders om hun aandelen te gelde te maken. Het kan daarbij gaan om volledig uitstel, waarbij beleggers helemaal geen aandelen te gelde kunnen maken, of om gedeeltelijk uitstel, waarbij ze slechts een bepaald deel van hun aandelen te gelde kunnen maken. *Redemption gates* kunnen voorts zo worden opgezet dat, wanneer terugbetalingsverzoeken een bepaalde drempelwaarde overschrijden (bv. 10 % van de totale intrinsieke waarde van een beleggingsinstelling die handel op dag- of weekbasis aanbiedt), een beheermaatschappij

⁽¹⁾ Omdat aanpassingen aan de totale intrinsieke waarde ook achteraf (ex post) gedaan kunnen worden, kunnen de instrumenten eveneens als hybride worden beschouwd: ex ante ingevoerd maar ex post geactiveerd.

⁽²⁾ Een ander belangrijk liquiditeitsinstrument is de stresstest. Die toetst de liquiditeitsbeheerpraktijken aan significante stressgebeurtenissen die instellingen aan ernstige liquiditeitsproblemen kunnen blootstellen. Omdat er een aparte aanbeveling aan stresstests is gewijd (zie aanbeveling C), wordt dat onderwerp hier niet besproken.

⁽³⁾ *Swing pricing* is het mechanisme dat wordt gehanteerd door fondsen die met één prijs werken; fondsen die met twee prijzen werken beschikken over vergelijkbare mechanismen om de beheerder in staat te stellen te bepalen op welk punt tussen de aankoop- en verkoopprijs van deelnemingsrechten de handelsprijs moet worden vastgesteld om te waarborgen dat de kosten van de fondstransacties worden opgebracht door de in- of uitstappende beleggers, al naargelang.

kan besluiten alle terugbetalingsverzoeken boven die drempel door te schuiven naar de volgende handelsperiode. *Redemption gates* bieden beheerders meer tijd en flexibiliteit om onder gespannen marktomstandigheden op terugbetalingsverzoeken van beleggers te reageren en te zorgen voor de ordelijke verkoop van onderliggende activa. Dit kan het risico van *fire sales* verkleinen.

Terugbetaling in aandelen bevrijdt de beheerder van de noodzaak om bij grootschalige terugbetalingen grote aantallen activa te liquideren. Een beheerder kan besluiten aan een terugbetalingsverzoek te voldoen door de verkopende houder van deelnemingsrechten een uitkering in aandelen in plaats van in geld te doen. Omdat een grote, eenmalige verkoop van activa aanzienlijke markteffecten kan veroorzaken, kan terugbetaling in aandelen niet-uitstappende beleggers beschermen tegen de hoge liquidatiekosten die anders zouden kunnen ontstaan. Dit mechanisme kan geschikt zijn voor terugbetalingsverzoeken van institutionele beleggers, maar is doorgaans echter minder geschikt voor terugbetalingsverzoeken van kleine beleggers, omdat het mogelijk niet haalbaar is enkelvoudige deelnemingsrechten in de instelling uit te keren in de vorm van aandelen, en dit kan ook hoge operationele en reputatiekosten met zich meebrengen. Hoewel beleggers uitgekeerde aandelen op dezelfde manier kunnen verkopen als beheerders, zijn ze dan wel verplicht de verkoopkosten zelf te dragen en kunnen ze die niet spreiden over alle beleggers in de instelling. Voor de impact op de markt (en dus op de financiële stabiliteit) maakt het mogelijk echter niet uit of het de instelling zelf is of de beleggers die de achterliggende activa verkopen.

Side pockets maken het mogelijk illiquide beleggingen te scheiden van de resterende liquide beleggingen van de beleggingsinstelling. Deze benadering heeft twee voordelen. Ten eerste blijft het voor beleggers die liquiditeit zoeken mogelijk het liquide deel van de beleggingen van de instelling te gelde te maken, vermoedelijk tegen geringe liquidatiekosten. Ten tweede beschermen *side pockets* de belangen van de beleggers die niet willen uitstappen, want bij veel terugbetalingsverzoeken wordt de beheerder niet gedwongen activa te liquideren tegen of onder de marktprijs. *Side pockets* zijn daarom vooral geschikt wanneer de belangen van de beleggers in een instelling uiteenlopen, d.w.z. wanneer sommige beleggers willen uitstappen en andere niet. De regels voor de omstandigheden waaronder *side pockets* kunnen worden gevormd, verschillen per lidstaat.

Kennisgevingstermijnen bieden beheerders extra flexibiliteit bij het beheer van hun liquiditeit. Met kennisgevingstermijn wordt de periode bedoeld waarbinnen de beleggers de beheerder in kennis moeten stellen van hun voornemen om hun beleggingen te liquideren. Kennisgevingstermijnen liggen vaak al vast in de oprichtingsdocumenten van de instelling en geven de beheerders meer tijd om aan terugbetalingsverzoeken te voldoen zonder onmiddellijk activa tegen een korting te moeten verkopen.

Opschorting van terugbetalingen is een laatste uitweg tijdens een liquiditeitscrisis. Opschortingen fungeren als een soort noodrem, ze geven in gespannen financiële situaties beheerders meer tijd om activa ordelijk te liquideren. Ze hoeven dan geen overhaaste beslissingen te nemen en tegen elke prijs te liquideren, maar krijgen extra tijd om de best mogelijke oplossing te zoeken. Bovendien kan die extra tijd beheerders en toezichthouders ook de gelegenheid geven om de redenen voor de stress beter aan beleggers te communiceren, waardoor paniek misschien vermeden kan worden. Opschortingen worden daarom alom als een belangrijk beheersinstrument beschouwd voor massaal uitstappen tijdens een crisis. Opschortingen kunnen beleggers echter met hoge welvaartskosten opzadelen, doordat ze hun beleggingen niet te gelde kunnen maken. Bovendien wordt gevreesd dat handige beleggers een opschorting kunnen voorspellen en zouden kunnen proberen vóór de rest uit te stappen (in strijd met het oorspronkelijke doel van het instrument, namelijk het mitigeren van „first-mover advantages”) en daarmee zelfs een run op de instelling in gang zouden kunnen zetten.

Aanbevelingen A(2) en A(3): nadere bepalingen inzake NBA's en inzake de rol van ESMA in de opschorting, door de NBA's, van terugbetalingen met grensoverschrijdende implicaties voor de financiële stabiliteit

Opschorting van terugbetalingen is het enige instrument dat in alle lidstaten beschikbaar is. Het besluit om terugbetalingen op te schorten wordt in principe allereerst op verantwoordelijkheid en naar goeddunken van de beheerder genomen (zie kader 2). Tot opschorting van terugbetalingen, bij zowel ICBE's als abi's, kan echter ook opdracht worden gegeven door de NBA's als dit in het belang van de houders van deelnemingsrechten is of in het algemeen belang.

Beheerders gaan mogelijk niet tot opschorting over als ze de effecten van grootschalige terugbetalingen op het financiële stelsel niet internaliseren. Een run op één beleggingsinstelling kan al voldoende zijn om algehele paniek onder beleggers uit te lokken en grootschalige uitredingen uit andere beleggingsinstellingen. Daardoor kunnen instellingen met ernstige liquiditeitsstress geconfronteerd worden en gedwongen worden aanzienlijke hoeveelheden activa te verkopen. Als de betrokken beleggingsinstelling groot is in verhouding tot de markt of sector kan dat aanzienlijke dalingen van activaprijzen tot gevolg hebben en leiden tot een neerwaartse spiraal. Het is dan ook van groot belang voor de algehele financiële stabiliteit om runs op beleggingsinstellingen en grootschalige *fire sales* te voorkomen.

Beheerders gaan mogelijk niet tot opschorting van terugbetalingen over omdat ze reputatierisico's vrezen. Een van de grootste belemmeringen om terugbetalingen op te schorten zijn de eventuele negatieve gevolgen voor de reputatie van de beheerder. De noodzaak tot opschorting kan gemakkelijk worden toegeschreven aan slecht liquiditeitsbeheer door de beheerder, en dat kan blijvend verlies van vertrouwen in diens professionaliteit tot gevolg hebben. Beheerders kunnen daarom afzien van opschorting van terugbetalingen, zelfs als dat in het gemeenschappelijke belang van alle beleggers in de beleggingsinstelling zou zijn. In andere gevallen kunnen beheerders besluiten om niet tot opschorting over te gaan, omdat ze menen dat dit niet in het belang van de beleggers in hun instelling is. In zulke gevallen, waarin beheerders afzien van opschorting maar deze vanuit macroprudentieel oogpunt desalniettemin gerechtvaardigd is, zouden de NBA's hun bevoegdheid moeten gebruiken om opschorting van terugbetalingen op te leggen.

Uit hoofde van paspoortregelingen binnen de EU zouden aan NBA's taken en verantwoordelijkheden moeten worden opgedragen om opschortingen te gelasten. Op grond van paspoortregelingen is het abi-beheerders en ICBE-beheermaatschappijen toegestaan deelnemingsrechten of aandelen in andere landen van de EER te verhandelen. Deze regelingen maken ook grensoverschrijdende activiteiten door de beheerders van deze instellingen mogelijk. Als een beleggingsinstelling in de ene lidstaat is gevestigd en de abi-beheerder of ICBE-beheermaatschappij in een andere, is misschien niet duidelijk welke NBA verantwoordelijk is voor het beheer van de opschorting van terugbetalingen, of wanneer een autoriteit haar bevoegdheid tot opschorting moet uitoefenen. Het ontbreken van duidelijk toegewezen verantwoordelijkheden zou ertoe kunnen leiden dat er bij gespannen en snel veranderende marktomstandigheden onvoldoende of met vertraging wordt gereageerd. Het kan dan ook onbedoelde negatieve gevolgen hebben wanneer verantwoordelijkheden worden gedeeld en/of de verantwoordelijkheid berust bij de minder goed geïnformeerde autoriteit. Om dit te voorkomen wordt de Commissie aanbevolen om voor te stellen dat de taken en verantwoordelijkheden van de betrokken NBA's in de relevante Uniewetgeving wordt verduidelijkt.

Andere relevante autoriteiten, waaronder ESMA en het ESRB, dienen te worden verwittigd voordat de verantwoordelijke autoriteit haar bevoegdheid uitoefent om bij grensoverschrijdende implicaties voor de financiële stabiliteit opschorting van terugbetalingen te gelasten. Omdat paspoortregelingen de grensoverschrijdende verhandeling van rechten van deelneming en aandelen in beleggingsinstellingen binnen de EER mogelijk maken, kan een opdracht tot opschorting van terugbetalingen direct van invloed zijn op de beleggers en markten van andere relevante autoriteiten. Een opdracht tot opschorting van terugbetalingen door een bepaalde beleggingsinstelling kan daarom ook gevolgen hebben voor de financiële markten en het vertrouwen onder beleggers in andere jurisdicties. Als de relevante autoriteiten dan niet worden geïnformeerd, kunnen zulke marktreacties als een verrassing komen en passende stappen door de toezichthouder hinderen. Opdat mogelijke risico's voor de financiële stabiliteit gemitigeerd kunnen worden, wordt de Commissie aanbevolen om voor te stellen dat de verplichting de relevante autoriteiten van tevoren te informeren wordt opgenomen in de desbetreffende Uniewetgeving. Deze verplichting dient echter zo geformuleerd te worden dat niet wordt verhinderd dat de NBA's bij een crisis onmiddellijk in actie kunnen komen.

ESMA zou ernaar moeten streven advies te verlenen en de uitoefening te faciliteren en te coördineren van de bevoegdheden van de NBA's om bij grensoverschrijdende implicaties voor de financiële stabiliteit terugbetalingen op te schorten. Rekening houdend met nationale kenmerken zou ESMA een coördinerende en adviserende rol moeten aannemen zodat een gelijk speelveld ontstaat waarop NBA's hun bevoegdheden tot opschorting van terugbetalingen kunnen uitoefenen teneinde de risico's voor de financiële stabiliteit te mitigeren. Deze coördinerende rol zou onder andere moeten inhouden dat ESMA het voortouw neemt bij de algemene praktische zaken waarmee NBA's bij uitoefening van hun bevoegdheid om terugbetalingen op te schorten, rekening moeten houden. Bovendien bestaat er op dit moment geen uniforme en precieze definitie van het algemeen belang. ESMA zou moeten bevorderen dat bij de NBA's gezamenlijke opvattingen ontstaan over de desbetreffende bepalingen van de Richtlijnen 2009/65/EG en 2011/61/EU en hun verband met de financiële stabiliteit en systeemrisico's zonder de regelgevers voorspelbaar te maken en moral hazard te veroorzaken. Deze bepalingen faciliteren niet alleen een meer geharmoniseerde benadering van de opschorting van terugbetalingen, maar ondersteunen ook het idee dat de opschorting van terugbetalingen een functioneel instrument zou moeten worden bij de mitigatie van risico's voor de financiële stabiliteit.

II.1.2. Onbedoelde effecten

Het risico bestaat dat goed geïnformeerde institutionele beleggers anticiperen op de activering van een bepaald instrument. Omdat beleggers in zo'n geval proberen te handelen voordat het instrument daadwerkelijk geactiveerd is, zou dit de werkzaamheid van het instrument kunnen verminderen of tegengaan. In bepaalde omstandigheden kan het anticiperen op de activering van een instrument zelfs tot runscenari'o's leiden en een liquiditeitspiraal doen ontstaan. Om die reden moeten richtsnoeren elke vorm van automatisme en prescriptie vermijden.

Instrumenten voor liquiditeitsbeheer kunnen van waarde zijn wanneer gespannen marktomstandigheden aanhouden. Omdat ex-post-instrumenten (bv. *redemption gates*) de terugbetalingen slechts beperkte tijd opschorten, is het afhankelijk van de marktomstandigheden, mogelijk dat ze het liquiditeitsprobleem slechts uitstellen. Bij een aanhoudend gespannen markt nemen ze het probleem niet weg en ze kunnen dan ook geen vervanging vormen voor structurele maatregelen, bijvoorbeeld maatregelen om buitensporige liquiditeitsmismatches aan te pakken.

II.2. Aanbeveling B: aanvullende bepalingen om de waarschijnlijkheid van buitensporige liquiditeitmismatches te verminderen

II.2.1. Economische redenen en bedoelde effecten

Beleggingsinstellingen die activa beheren welke naar hun aard minder liquide zijn, veroorzaken niet noodzakelijkerwijs problemen voor de financiële stabiliteit. Toegang tot een scala aan beleggingscategorieën vergroot de efficiënte

werking van de markt, omdat deze dan meer beleggingsmogelijkheden biedt en de aanbieders van deze activa ruimere toegang tot financiering geeft. Beleggingsinstellingen die mogelijkheid bieden om in minder frequent verhandelde beleggingscategorieën (zoals private equity en niet van een kredietrating voorziene bedrijfsobligaties of -leningen) te beleggen draagt vanuit het oogpunt van economisch beleid ook bij tot diversificatie van de financiering binnen de economie. Deze diversificatie valt samen met de toenemende vraag bij beleggers naar ruimere beleggingsmogelijkheden tegen een achtergrond van langdurig lage rendementen.

Er doen zich risico's voor de financiële stabiliteit voor wanneer er een grote mismatch bestaat tussen de liquiditeit van deze activa en de liquiditeit die aan beleggers wordt geboden in het kader van het terugbetalingsbeleid van de beleggingsinstelling. Vergeleken met beleggingsinstellingen die beleggen in liquide activa, waarbij slechts een groot aantal terugbetalingen van invloed zou zijn op de koersen, kan de verplichting om zelfs een klein aantal minder liquide activa te verkopen (tenzij de beleggingsinstelling wordt opgeschort), al snel leiden tot sterk toenemende marktdalingen. De mogelijkheid tot frequente terugbetaling is met name een probleem als die ertoe leidt dat de beleggers de liquiditeit van de activa van de instelling waarin ze beleggen, overschatten. Dit kan leiden tot gedwongen verkoop door, bijvoorbeeld, beleggers met hefboomfinanciering.

Structurele afstemming van het terugbetalingsbeleid op het liquiditeitsprofiel van de activa van een open-end beleggingsinstelling zou de risico's waarmee *fire sales* gepaard gaan moeten verminderen. Beheerders die in minder liquide activa beleggen, hebben daartoe verschillende mogelijkheden. Zo zou, aan de activakant, de beheerder beter in staat zijn terugbetalingen te doen, ook bij gespannen marktomstandigheden, wanneer er grenzen worden gesteld aan het aandeel minder liquide activa waarin een beheerder kan beleggen. Door voldoende liquide activa beschikbaar te houden, worden het „first-mover advantage” en het risico van een run op de instelling kleiner. Door buitensporige liquiditeitsmismatches aan te pakken op het niveau van de afzonderlijke instellingen, verminderen ook de omvang van de collectieve verkopen en het risico van *fire sales*. Tot slot zou het de kans op en intensiteit van een systeemgebeurtenis verkleinen.

Door een instelling beter in staat te stellen om onder gespannen marktomstandigheden terugbetalingen te doen, neemt ook de kans af dat terugbetalingen opgeschort moeten worden. Door de structurele schokbestendigheid van beleggingsinstellingen te vergroten wordt voorkomen dat te sterk moet worden vertrouwd op a-LMT's, aangezien in het mediacommentaar deels specifiek wordt verwezen naar een mogelijk onbedoeld effect van het instrument opschorting zelf⁽¹⁾.

Aan de passiefzijde zouden beheerders een terugbetalingsbeleid kunnen invoeren en de frequentie waarmee de instelling terugbetalingen toestaat kunnen verminderen en/of beleggers die willen verkopen een kennisgevingstermijn in acht laten nemen. Bij abnormaal hoge uitstroomniveaus geeft beperking van de terugbetalingsmogelijkheid de beheerder meer tijd om activa te liquideren teneinde aan de verzoeken tot terugbetaling te voldoen. Het zou ook meer tijd opleveren waarin de markt de onderliggende kwestie kan oplossen of de kwestie metertijd vanzelf kan verdwijnen (bijvoorbeeld zoals in het geval van de Britse vastgoedfondsen). Ook zou het in sommige gevallen een of andere brede interventie door de autoriteiten mogelijk maken, die kan helpen de onmiddellijke onderliggende stress te verlichten. Kennisgevingstermijnen, waarvan de einddatum van te voren bekend is, bieden beleggers een mate van vrijheid bij de planning van hun eigen liquiditeitspositie die bij opschorting van terugbetalingen niet bestaat.

Vastgoedfondsen zijn een voorbeeld van fondsen met mogelijk een hoge mate van liquiditeitsmismatch. Vastgoedfondsen beleggen doorgaans in minder liquide onderliggende activa en vertonen, als ze een open-end-structuur hebben, vaak aanzienlijke liquiditeitsmismatches. Liquiditeitsmismatches, in combinatie met het gebruik van hefboomfinanciering, zouden systeemrisico's kunnen opleveren. Vroege uitstappers kunnen profiteren van het „first-mover advantage” en zo een run op het fonds uitlokken, aangezien dit type fondsen weinig liquide activa achter de hand heeft om aan terugbetalingsverzoeken te kunnen voldoen. Door hefboomfinanciering kan de beheerder dan gedwongen worden een relatief groot deel van de portefeuille te verkopen om aan deze verzoeken te voldoen, met alle gevolgen van dien voor de activaprijzen. Deze fondsen kunnen risico's uiteindelijk vergroten en door de rest van het financiële stelsel verspreiden⁽²⁾. In de nasleep van het Britse referendum over het lidmaatschap van de Europese Unie hielpen opschortingen bij Britse vastgoedfondsen om grootschalige, snelle verkopen van commercieel vastgoed te voorkomen (zie kader 3). Er bestaat echter nog steeds, de Bank of England wees hier al op, een onderliggende kwetsbaarheid die zich in liquiditeitsmismatches tussen de activa en verplichtingen van beleggingsinstellingen kan manifesteren. Toekomstige schokken op de markt voor commercieel vastgoed kunnen cycli ontketenen van uitstappen, opschorten en verkoop tegen korting.

⁽¹⁾ Voor enkele voorbeelden van mogelijke, onbedoelde gevolgen in verband met de recente ontwikkelingen bij Britse vastgoedfondsen, zie <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brex-it-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> of <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, viewed at November 2017

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

Kader 3: vastgoedfondsen — het voorbeeld van de Britse vastgoedfondsen

De vastgoedfondsen in de Unie hebben uiteenlopende kenmerken. Vastgoedfondsen beleggen doorgaans in minder liquide activa, zoals vastgoed, vastgoedrechten en aandelenbelangen in vastgoedondernemingen. In sommige jurisdicties zijn uitsluitend closed-end vastgoedfondsen toegestaan, wat inhoudt dat beleggers hun rechten van deelneming slechts na een vastgestelde looptijd, meestal de einddatum van het fonds, mogen laten terugbetalen. In andere jurisdicties geven de regels voor beleggingsinstellingen en de aanbiedingsdocumentatie voor open-end-structuren beleggers het recht frequenter te verzoeken om terugbetaling van hun deelnemingsrechten in de instelling. Dit kan leiden tot grootschalige liquiditeitstransformatie, vooral als deze instellingen terugbetaling op dag- of weekbasis toestaan.

Een voorbeeld van problemen met vastgoedfondsen deed zich voor na het EU-referendum van 23 juni 2016 in het Verenigd Koninkrijk. Tussen juli en december 2016 werd door meerdere van de negentien Britse officieel toegelaten CIS's⁽¹⁾ die direct in vastgoed belegden, een of andere bijzondere liquiditeitsmaatregel genomen. De Britse vastgoedmarkt had in de ongeveer acht maanden voorafgaand aan het referendum te maken met waardedalingen en uitstappers uit vastgoedfondsen, en de uitslag — uittreding — leidde tot een toename van terugbetalingsverzoeken door beleggers. Ongeveer vijftien beleggingsfondsen die dagelijkse handel mogelijk maakten, kregen te maken met verzoeken tot terugbetaling van in totaal 4,1 % van hun totale intrinsieke waarde, en bij één fonds tot wel 8 % de totale intrinsieke waarde. Tegelijkertijd stelden tien fondsen de reële waarde van hun activa met 4 % tot 15 % bij.

De betrokken beleggingsfondsen kozen verschillende benaderingen in hun gebruik van instrumenten voor liquiditeitsbeheer. In de eerste week van juli schortten zes op dagbasis handelende CIS's, die een waarde vertegenwoordigden van ongeveer 14,6 miljard GBP, hun terugbetalingen op. (Drie fondsen hadden ook reële-waardecorrecties doorgevoerd.) Eén beleggingsfonds hervatte de handel na een verwateringsheffing te hebben ingevoerd, in reactie op de korting die geaccepteerd moest worden om enkele objecten snel te kunnen verkopen. De andere beheerders lieten de opschorting duren totdat er naar hun oordeel voldoende duidelijkheid was over de waardering van de activa. De regels van de Britse Financial Conduct Authority (FCA) schrijven voor dat een fondsbeheerder de gronden voor een opschorting ten minste elke 28 dagen opnieuw moet beoordelen, maar schrijven geen maximumtermijn voor de duur van opschortingen voor.

Vanaf medio juli begonnen de verzoeken om terugbetaling weer een normaal niveau te bereiken. De fondsen die terugbetalingen hadden opgeschort, begonnen geleidelijk weer te handelen, de laatste medio december. Bij fondsen die op (drie)maandelijke basis liquiditeit aanboden, was ofwel helemaal geen sprake van een groter volume aan terugbetalingsverzoeken dan gewoonlijk, of ze wisten zich van voldoende contanten en andere liquiditeiten te verzekeren om aan de vraag te voldoen.

Deze episode had gevolgen voor enkele unit-linked beleggingsfondsen, maar er was geen sprake van besmetting van andere beleggingscategorieën. Het opschorten van de handel had gevolgen voor enkele unit-linked beleggingsfondsen die in CIS's hadden belegd teneinde ook vastgoed in hun portefeuille vertegenwoordigd te hebben. 59 van deze fondsen, met een totaal aan beheerde activa van 2 miljard GBP, hadden belegd in de CIS's die door opschorting op slot gingen. In sommige gevallen beïnvloedde dit hun vermogen om aan hun niet-contractuele verplichtingen, waaronder de afkoop en overdracht van polissen, te voldoen, al had het geen gevolgen voor de betaling van uitkeringen bij verval van de polis of bij overlijden van de verzekerde.

In haar rapport over de financiële stabiliteit van juli 2016 benadrukte de Bank of England de besmettingsrisico's⁽²⁾. De aard van de marktgebeurtenis maakte systeemeffecten echter minder waarschijnlijk. De schok betrof geen grootschalige kredietgebeurtenis, maar in hoofdzaak een voor het VK specifieke gebeurtenis die van invloed was op de vastgoedprijzen. De gevolgen van de terugbetalingen door dagelijks handelende beleggingsfondsen werden verder goed opgevangen door het gebruik van de instrumenten waarover de fondsen al konden beschikken. Bovendien vertegenwoordigden de betrokken fondsen slechts een geringe waarde: vastgoed-CIS's met een vergunning vertegenwoordigden rond 2,7 % van de beheerde activa van Britse open-end beleggingsfondsen (949,7 miljard GBP). In totaal bezitten alle open-end beleggingsfondsen bij elkaar ongeveer 35 miljard GBP aan commercieel vastgoed, d.w.z. minder dan 10 % van de totale markt van 683 miljard GBP.

(1) Het betreft hier Collective Investment Schemes (CIS's), abi's op grond van Richtlijn 2011/65/EU, die qua vergunning en regelgeving echter onder de Britse wet vallen.

(2) Bank of England, „Financial Stability Report — July 2016”.

Een ander voorbeeld zijn obligatiefondsen die beleggen in niet-kredietwaardige of niet van een kredietrating voorzien effecten, hetgeen aanzienlijke liquiditeitsmismatches kan opleveren. In december 2015 kondigde een groot Amerikaans fonds in hoogrentende obligaties aan dat het zijn portefeuille ging liquideren en terugbetalingen opschortte. De beheerder was van mening dat de verzoeken om terugbetaling door beleggers, tegen de achtergrond van een algehele daling van de liquiditeit in de markt voor vastrentende waarden, het ondoenlijk maakten om aan voldoende contanten te komen om aan de verzoeken te voldoen zonder activa tegen korting te moeten verkopen, wat de zittende aandeelhouders zou benadelen. Dit was het gevolg van de intrinsiek geringe liquiditeit van de activa van het beleggingsfonds, zoals bedrijfsobligaties met een CCC-rating of lager of helemaal zonder rating (ook bekend als „distressed securities”), in combinatie met een gering niveau aan contanten en andere liquiditeiten.

De meeste beleggingsinstellingen in de Unie kennen geen grote liquiditeitsmismatches. Zo worden aandelenfondsen gezien als fondsen die zich slechts in beperkte mate bezig houden liquiditeitstransformatie ⁽¹⁾, aangezien de meeste beursgenoteerde aandelen ook in gespannen marktomstandigheden als liquide worden beschouwd. De beschikbare informatie over obligatiefondsen lijkt te wijzen op een uitruil tussen liquiditeits- en looptijdtransformatie ⁽¹⁾. Beleggingsinstellingen die zich op minder liquide bedrijfsschulden richten, beleggen doorgaans in effecten met een korter dan gemiddelde looptijd, terwijl beleggingsinstellingen die in meer liquide staatsobligaties beleggen, doorgaans in langerlopende activa beleggen. Een beleggingsinstelling die in langlopende liquide activa belegt, kan deze meestal op elk moment verkopen, terwijl een instelling die in korterlopende, minder liquide activa belegt, met behulp van frequente roll-overs de liquiditeitstransformatie van zijn portefeuille zou moeten kunnen beperken ⁽²⁾.

Daar staat tegenover dat de grootste looptijd mismatches voorkomen bij open-end abi's die in naar hun aard minder liquide activa beleggen. Met name vastgoedfondsen, die 5 % van de beleggingsinstellingen in Europa uitmaken (658 miljard EUR), zijn in meerderheid open-end en staan bloot aan liquiditeitsmismatches, zoals naar voren komt uit de Shadow Banking Monitor van het ESRB (tabellen 1 en 2). De sector vastgoedfondsen is de laatste paar jaren ook in belang gegroeid, aangezien het belegd vermogen in twee jaar (tot en met het vierde kwartaal van 2016) met 34 % is gestegen, tegenover 19 % in de rest van de instellingensector. Uit de Shadow Banking Monitor van het ESRB blijkt eveneens dat hedgefondsen (436 miljard EUR) zich met liquiditeitstransformatie bezighouden, afhankelijk van hun strategie. Daarmee vergeleken zijn fondsen die beleggen in kredieten een ontluikende bedrijfstak (26 miljard EUR).

Tabel 1

Liquiditeitstransformatie per type beleggingsinstelling

Type instelling	Obligatie-fondsen	Hedge-fondsen	Vastgoed-fondsen	Beurs-verhandelde fondsen	Private-equity-fondsen
	●	●	●	●	○

Kleurcode: mate van liquiditeitstransformatie ● = aanzienlijk; ● = gemiddeld; ● = gering; ○ = onwaarschijnlijk of onbeduidend

Tabel 2

Activa van beleggingsinstellingen in het eurogebied (in biljoen EUR)

	dec 14	jun 15	dec 15	jun 16	dec 16	mrt 17	apr 17
Obligatiefondsen	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
Aandelenfondsen	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
Hedgefondsen	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
Gemengde fondsen	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

⁽¹⁾ Zie de „EU Shadow Banking Monitor” van het ESRB, nr. 2, 2017.

⁽²⁾ Zie de „EU Shadow Banking Monitor” van het ESRB, nr. 1, 2016.

	dec 14	jun 15	dec 15	jun 16	dec 16	mrt 17	apr 17
Vastgoedfondsen	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
Totaal	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

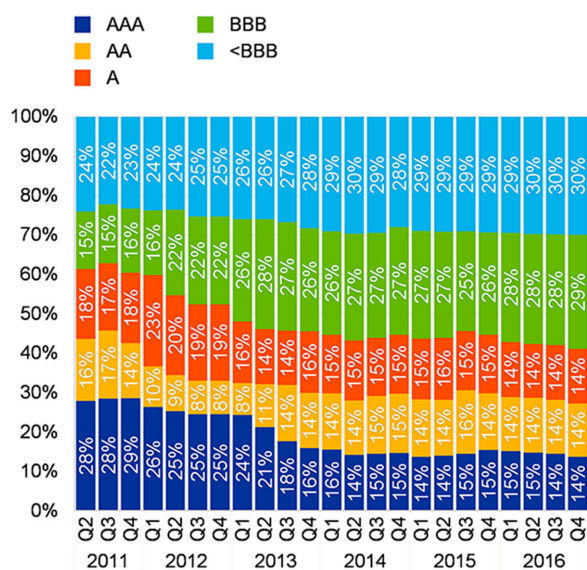
Een patroon dat de laatste paar jaar wordt waargenomen, is dat sommige obligatiefondsen uit de Unie, waaronder ICBE's, hun portefeuillesamenstelling wijzigen, van schuldbewijzen met een relatief hoge kredietwaardering in schuldbewijzen met een relatief lage kredietwaardering, met als gevolg dat zij worden blootgesteld aan langere looptijden en een hoger kredietrisico. Meer in het bijzonder geldt dat beleggingsinstellingen die in hoogrentende waarden beleggen 19 % uitmaken van de activa van obligatiefondsen en, afhankelijk van structurele en cyclische marktliquiditeitsfactoren, kan het niet worden uitgesloten, het werd al eerder gezegd, dat uiteindelijk beleggingsinstellingen ten minste tijdelijk blootgesteld raken aan liquiditeitsmismatches. Omdat geharmoniseerde cijfers op het niveau van de Unie echter ontbreken, is het moeilijk te bepalen in hoeverre dit een materiële kwestie is en in hoeverre ICBE's mogelijk bijdragen aan risico's voor de financiële stabiliteit (zie kader 4).

Kader 4: potentiële risicoposities van ICBE's a.g.v. liquiditeitsmismatches

Richtlijn 2007/16/EG schrijft voor dat ICBE's overwegend in liquide activa dienen te beleggen. Sommige in aanmerking komende activa zouden onder gespannen marktomstandigheden echter minder liquide kunnen worden, waardoor ICBE's tijdelijk te maken zouden kunnen hebben met liquiditeitsmismatches. Dit is met name het geval bij obligatiefondsen die beleggen in hoogrentende obligaties. In reactie hierop is de IOSCO onlangs een raadpleging begonnen over de vraag of instellingen, waaronder ICBE's, extra mechanismen voor liquiditeitsbeheer behoeven (¹).

Unie-obligatiefondsen: gem. rating fondsportefeuille

(percentage van totale activa; laatste waarneming: 4e kw. 2016)



Bronnen: Thomson Reuters Lipper, ESMA en Standard & Poor's.

Een patroon dat sinds 2009 regelmatig wordt waargenomen, is dat obligatiefondsen in de Unie hun portefeuillesamenstelling veranderen van schuldbewijzen met een relatief hoge kredietwaardering in schuldbewijzen met een relatief lage kredietwaardering, en tegelijkertijd de looptijd van hun portefeuilles verlengen. Deze verschuiving verloopt de laatste paar jaar weliswaar iets trager, maar betekent nog altijd dat deze fondsen nu sterker zijn blootgesteld aan veranderingen in de obligatierente. Door minder liquide portefeuilles en minder contanten kan het voor obligatiefondsen moeilijker worden om na een groot aantal terugbetalingsverzoeken hun portefeuille weer in evenwicht te brengen zonder overloopeffecten op de obligatiemarkten te veroorzaken.

Ondanks aanwijzingen dat er tegen een achtergrond van verminderde liquiditeit op de obligatiemarkten meer risico's worden genomen (²), is een uitgebreide beoordeling van de risico's voor de financiële stabiliteit door een gebrek aan gedetailleerde informatie over de activa (bv. de liquiditeit) en verplichtingen van ICBE's niet mogelijk. Er zijn rapportageverplichtingen voor ICBE-beheermaatschappijen, zoals voorzien in aanbeveling D, nodig om de materialiteit van dit risico te kunnen beoordelen. Dit impliceert dat er gedetailleerde en geharmoniseerde gegevens moeten worden verzameld en uitgewisseld. Mocht echter uit analytisch bewijs naar voren komen dat delen van de ICBE-sector blootstaan aan aanzienlijke liquiditeitsmismatches, kan het nodig zijn de reikwijdte van aanbeveling B te herzien en er enkele specifieke ICBE-producten onder te laten vallen.

(¹) IOSCO, „Open-ended Fund Liquidity and Risk Management — Good Practices and Issues for Consideration”, raadplegingsrapport, juli 2017.

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

De FSB adviseert⁽¹⁾ consistentie tussen de activa en beleggingsstrategieën van beleggingsinstellingen en de voorwaarden waaronder rechten van deelneming worden terugbetaald, zowel bij oprichting van de beleggingsinstelling als op continu-basis (voor nieuwe en bestaande beleggingsinstellingen). Hierbij dient rekening te worden gehouden met de verwachte liquiditeit van de activa en het gedrag van de beleggers bij zowel normale als gespannen markt-omstandigheden.

Aanvullende bepalingen op dat gebied zouden moeten passen in het bestaande kader krachtens Richtlijn 2011/61/EU, dat de onderlinge afstemming van de beleggingsstrategie, het liquiditeitsprofiel en het terugbetalingsbeleid van de beleggingsinstelling reeds verplicht en passende limieten voor het liquiditeitsbeheer en stresstests voorschrijft. De huidige regelgeving schrijft met name voor dat een ICBE-beheerder aan zijn NBA kan aantonen dat hij beschikt over passende systemen en werkzame procedures voor liquiditeitsbeheer. Uit recente aanwijzingen maakt het ESRB echter op dat er bij sommige abi's nog steeds een hoge mate van liquiditeitstransformatie plaatsvindt⁽²⁾. Een verplichting voor beleggingsinstellingen die in minder liquide activa beleggen om aan te tonen dat zij over passende systemen en werkzame procedures beschikken, zou ertoe bijdragen de doelen van Richtlijn 2011/61/EU te bereiken, omdat een dergelijke verplichting een consistentere toepassing van de Richtlijn verzekert. Zo'n verplichting zou het gebruik bevorderen van specifieke maatregelen bij beleggingsinstellingen die in minder liquide activa beleggen, zoals het gebruik van interne limieten aan minder liquide activa.

Liquiditeitstransformatie op aanzienlijke schaal moet worden voorkomen. Sommige lidstaten hebben in hun nationale wetgeving speciale regels opgenomen waarin de voorwaarden uiteengezet worden waaronder abi's activa mogen beheren die minder liquide worden geacht, zoals vastgoed of kredieten. In haar advies aan het Europees Parlement, de Raad en de Commissie⁽³⁾ stelt ESMA dat krediet verlenende abi's opgezet moeten worden als closed-end vehikels zonder het recht op regelmatige terugbetaling van rechten van deelneming. Andere jurisdicties hebben structurele maatregelen genomen om het risico van *fire sales* als gevolg van massale verzoeken tot terugbetaling, weg te nemen. Als bijvoorbeeld een niet onaanzienlijk deel van de portefeuille illiquide is, maakt de intrinsieke aard van de door de beleggingsinstelling aangehouden activa de closed-end vorm nodig. De mogelijkheid om gedurende het bestaan van de abi verzoeken tot terugbetaling te doen, dient de beheerder slechts aan te bieden als aan bepaalde voorwaarden is voldaan. Hiervoor dienen vaste termijnen te gelden, zoals bedoeld in Verordening (EU) 2015/760 van het Europees Parlement en de Raad⁽⁴⁾.

Deze aanbeveling adviseert ESMA een lijst op te stellen van naar hun aard minder liquide activa. De regelgeving bevat op dit moment geen definitie van liquide of minder liquide activa (zie kader 5), al is het doel niet om zo'n definitie voor te stellen, maar juist om een consistente benadering te bevorderen van de uitvoering van bovengenoemde bepalingen van Richtlijn 2011/61/EU. De term „minder liquide” drukt ook een erkenning uit van het feit dat activa zelden of nooit volledig illiquide zijn.

Gezien de behoefte aan consistentie met andere sectoren, zou ESMA bij het opstellen van de lijst moeten overleggen met de EBA en Eiopa. Wanneer een actief door een regelgever als liquide of minder liquide wordt aangemerkt, gaat daarvan een signaal uit naar marktpartijen. Bovendien omvat het reservoir aan mogelijke kopers van een actief bij gespannen marktomstandigheden doorgaans dezelfde groep kopers, ongeacht wie de verkoper is (gereguleerd of niet, bank of anderszins). Dat maakt consistente benaderingen bij de regelgeving wenselijk⁽⁵⁾.

De lijst met naar hun aard minder liquide activa dient activa te bevatten die bij een gespannen markt niet snel, eenvoudig en met minimaal waardeverlies te gelde kunnen worden gemaakt. Bij de liquiditeitsanalyse van activa moet onder andere worden bepaald hoe lang het duurt om ze bij gespannen marktomstandigheden te liquideren zonder een grote prijskorting te hoeven accepteren. Bij het opstellen van de lijst zou ESMA met name kunnen denken aan vastgoed, niet-beursgenoteerde aandelen (inclusief aandelen in besloten vennootschappen) kredieten en andere alternatieve activa. Omdat deze aanbeveling gericht is op de aanpak van structurele kwesties als gevolg van naar hun aard minder liquide activa, behoren activa die onder normale marktomstandigheden verkocht kunnen worden zonder een grote korting op de koop toe te moeten nemen, niet op de lijst thuis.

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

⁽²⁾ „EU Shadow Banking Monitor” van het ESRB, november 2017.

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

⁽⁴⁾ Verordening (EU) 2015/760 van het Europees Parlement en de Raad van 29 april 2015 betreffende Europese langetermijnbeleggingsinstellingen (PB L 123 van 19.5.2015, blz. 98).

⁽⁵⁾ De noodzaak tot samenwerking van de regelgevers bij deze kwesties lijkt duidelijk erkend te worden (bv. artikel 46, lid 3, en artikel 11, lid 15, van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters (PB L 201 van 27.7.2012, blz. 1). Hierin zijn technieken voor risicomitigatie vastgelegd voor otc-derivatencontracten waarvan clearing niet via een centrale tegenpartij plaatsvindt.

Wanneer een beleggingsinstelling de mogelijkheid tot belegging in minder liquide activa aanbiedt, staan de beheerder mogelijk voorzieningen ter beschikking die hij kan treffen om het liquiditeitsrisico te verminderen ⁽¹⁾. Beheerders dienen dan aan de desbetreffende NBA's aan te tonen, zowel bij oprichting van de beleggingsinstelling als op continu-basis (d.w.z. tijdens de toelatingsprocedure en na toelating in het geval van beleggingsinstellingen waarvoor een toelatingsprocedure geldt), dat zij hun beleggingsstrategie bij alle te voorziene marktomstandigheden kunnen volgen. Beheerders beschikken, rekening houdend met op de beleggingsinstelling van toepassing zijnde regelgeving en conform hun beleggingsstrategie, over verschillende manieren om consistentie te waarborgen tussen hun beleggingsstrategie en het terugbetalingsprofiel van de instelling, zowel tijdens de oprichtingsfase van de beleggingsinstelling als op continu-basis ⁽¹⁾, zoals:

- soort instelling (bv. closed-end beleggingsinstelling, Eltif);
- terugbetalingsregels;
- beleggingsbeleid, inclusief interne limieten voor op de lijst voorkomende activa, liquideactivabuffer, diversificatie (risicoposities of tegenpartijen) en grenzen aan de omvang van de beleggingsinstelling in verhouding tot de onderliggende markt;
- toepassing van alternatieve instrumenten voor liquiditeitsbeheer;
- procedures voor liquiditeitsrisicobeheer, waaronder bijvoorbeeld vaststelling van relevante drempelwaarden, indeling van activa in „liquiditeitsbuckets”, monitoring van de beleggersconcentratie en van verwachte terugbetalingspatronen.

Met name het gebruik van interne limieten dient bij de oprichting van de relevante beleggingsinstellingen aan de NBA's gemeld te worden, alsmede alle volgende wijzigingen daarvan. Een en ander dient op verzoek van de toezichthouder beschikbaar te zijn. Informatie hierover voor de beleggers dient tevens te worden geïmplementeerd op grond van door ESMA te ontwikkelen richtsnoeren.

In sommige gevallen zou het voor beheerders van kleine beleggingsinstellingen een onevenredige belasting vormen te moeten aantonen dat zij in staat zijn zich te houden aan de beleggingsstrategieën van hun instelling. De NBA's dienen daarom enige vrijheid te hebben bij het ontwerp van een mechanisme waarmee abi-beheerders kunnen aantonen dat ze in staat zijn zich te houden aan de beleggingsstrategieën van hun instelling. Bij de NBA-beoordeling kan bijvoorbeeld rekening worden gehouden met de uitkomsten van stresstests.

De wetgeving van de Unie kent niet slechts één definitie van „markliquiditeit” op grond waarvan een lijst met minder liquide activa opgesteld zou kunnen worden. Elke wet benadert de kwestie van de liquiditeit op een andere, door het eigen doel ingegeven wijze (zie kader 5). Een voorbeeld van benaderingen op nationaal niveau wordt gegeven in het raadplegingsdocument van de FCA over illiquide activa en open-end beleggingsinstellingen ⁽²⁾, waarin een aantal gemeenschappelijke kenmerken van illiquide activa worden genoemd:

- ze worden niet op een georganiseerde markt verhandeld;
- vraag en aanbod kunnen sterk uit evenwicht zijn;
- het kost de koper en de verkoper waarschijnlijk tijd om de prijs en andere transactievoorwaarden overeen te komen;
- de waardering van de activa is een complex proces;
- fysieke activa worden doorgaans in hun geheel gekocht en verkocht;
- als gevolg hiervan en van andere mogelijke complicaties, zoals beperkingen aan de vrije eigendomsoverdracht, kost het sluiten van transacties vaak veel tijd.

Kader 5: liquiditeit in de wetgeving van de Unie

Richtlijn 2007/16/EG inzake in aanmerking komende activa verplicht ICBE's hoofdzakelijk te beleggen in liquide activa en stelt specifieke regels aan in aanmerking komende effecten, geldmarktinstrumenten en derivaten. Effecten en geldmarktinstrumenten mogen over het algemeen als liquide worden beschouwd als ze zijn toegelaten tot of worden verhandeld aan een gereglementeerde markt. Minder liquide activa worden niet als zodanig gedefinieerd, maar worden beschouwd als niet in aanmerking komende beleggingen volgens Richtlijn 2009/65/EG. Dit geldt met name voor activa als fysieke goederen en vastgoed.

⁽¹⁾ Internationale organisatie van effectencommissies (IOSCO), „Open-ended Fund Liquidity and Risk Management — Good Practices and Issues for Consideration”, raadplegingsrapport, juli 2017.

⁽²⁾ Financial Conduct Authority, „Illiquid assets and open-ended investment funds”, discussedocument (DP 17/1), februari 2017.

Het begrip liquiditeit wordt in verschillende andere rechtshandelingen van de Unie genoemd, zie de onderstaande lijst.

- Verordening (EU) nr. 909/2014 van het Europees Parlement en de Raad ⁽¹⁾ stelt dat een centrale effectenbewaarinstantie dient te beleggen in geld of in zeer liquide financiële instrumenten met een minimaal markt- en kredietrisico. Liquiditeit wordt in Verordening (EU) nr. 909/2014 echter niet expliciet gedefinieerd. In plaats daarvan worden ESMA, de EBA en het ESRB geadviseerd ontwerpen van technische reguleringsnormen op te stellen waarin nader wordt bepaald welke financiële instrumenten als zeer liquide kunnen worden beschouwd.
- Verordening (EU) 2017/1131 van het Europees Parlement en de Raad ⁽²⁾ inzake geldmarktfondsen bevat liquiditeitsdrempels voor activa die als liquiditeitsverstrekking op dag- en weekbasis beschouwd kunnen worden, al wordt liquiditeit hierin niet uitdrukkelijk gedefinieerd. Verordening (EU) 2017/1131 is gebaseerd op de argumentatie dat een vroege vervaldatum van activa helpt waarborgen dat beleggers hun geld terugkrijgen.
- Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad ⁽³⁾ bevat besprekingen van de methodologie voor de berekening van de liquiditeit van andere activa dan aandelen, zoals obligaties. ESMA heeft twee alternatieve methoden voor de berekening van liquiditeit overwogen, de „instrument-by-instrument”-benadering (IBIA) en de „category of financial instruments”-benadering (COFIA). In haar technische reguleringsnorm voor de berekening van de liquiditeit van obligaties heeft ESMA uiteindelijk gekozen voor de IBIA.
- In Verordening (EU) nr. 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad ⁽⁴⁾ worden liquide activa ten behoeve van de liquiditeitsbuffers van kredietfondsen gedefinieerd als de enige vrijelijk overdraagbare activa die op particuliere markten snel te gelde kunnen worden gemaakt en zonder groot waardeverlies. De Verordening onderscheidt activa met een uiterst hoge liquiditeit en kredietkwaliteit (activa van niveau 1) en activa met een hoge liquiditeit en kredietkwaliteit (activa van niveau 2). Onder activa van niveau 1 vallen geld, deposito's bij de centrale bank, obligaties die zijn uitgegeven of worden gegarandeerd door overheden van lidstaten en gedekte obligaties die aan bepaalde voorwaarden voldoen. Onder activa van niveau 2 vallen door overheden van derde landen uitgegeven obligaties, obligaties van publieke instellingen en zowel gedekte als bedrijfsobligaties, op basis van hun kredietkwaliteit. Ook hoogwaardige securitisaties en aandelen die genoteerd zijn aan een belangrijke aandelenbeurs vallen hieronder.

De benadering van de Amerikaanse SEC kan een nuttig uitgangspunt vormen voor de ontwikkeling van een EU-methodologie om liquiditeit te beoordelen en een lijst met minder liquide activa op te stellen. In de SEC-benadering wordt de „illiquiditeit” van aangehouden activa niet in absolute termen gedefinieerd, maar wordt ook rekening gehouden met de omvang (bv. van de door de beleggingsinstelling aangehouden activa). Zie kader 6 hieronder.

Kader 6: SEC, samengestelde liquiditeitscore

De SEC behandelt het onderwerp liquiditeit in een recente ruling ⁽⁵⁾ die de verantwoording van liquiditeitsrisico's door open-end beleggingsinstellingen wijzigt. De ruling komt met een nieuw classificatieschema voor liquiditeit, waarin de liquiditeit van een belegging wordt vastgesteld op grond van het aantal dagen waarbinnen een belegging te gelde gemaakt kan worden zonder al te grote veranderingen in de marktwaarde van de belegging. De SEC suggereert meer in het bijzonder dat de classificatie van een belegging als illiquide impliceert dat de beleggingsinstelling niet in redelijkheid kan verwachten de belegging binnen zeven kalenderdagen te kunnen verkopen zonder aanzienlijke gevolgen voor de marktwaarde ervan. Bovendien vereist de SEC van een beleggingsinstelling dat deze bij het bepalen van de (il)liquiditeit van een belegging rekening houdt met de omvang van de positie en met de diepte van de markt voor de te verkopen belegging.

De SEC-ruling verplicht beheerders hun liquiditeitsrisico minimaal eenmaal per jaar te beoordelen en te herzien, op grond van een aantal factoren: strategie, kasstromen, kaspositie en of een instelling op een beurs wordt verhandeld. De reden voor een dergelijk herzieningsproces is dat de SEC vreest dat een oplossing waarbij het erom gaat een „checklist af te werken” ertoe leidt dat liquiditeit wordt beoordeeld op een wijze die geen juiste weergave vormt van het vermogen van de instelling om zonder gevolgen voor de markt haar portefeuille (of een gedeelte daarvan) te verkopen teneinde aan terugbetalingsverzoeken te voldoen.

⁽¹⁾ Verordening (EU) nr. 909/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 23 juli 2014 betreffende de verbetering van de effectenafwikkeling in de Europese Unie, betreffende centrale effectenbewaarinstanties en tot wijziging van Richtlijnen 98/26/EG en 2014/65/EU en Verordening (EU) nr. 236/2012 (PB L 257 van 28.8.2014, blz. 1).

⁽²⁾ Verordening (EU) 2017/1131 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 inzake geldmarktfondsen (PB L 169 van 30.6.2017, blz. 8).

⁽³⁾ Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (PB L 173 van 12.6.2014, blz. 349).

⁽⁴⁾ Verordening (EU) nr. 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 (PB L 176 van 27.6.2013, blz. 1).

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

De SEC eist bovendien dat een beleggingsinstelling bij het classificeren van de liquiditeit van haar portefeuillebeleggingen rekening houdt met „markt-, handels- en beleggingsspecifieke overwegingen”, al worden daarover geen details gegeven.

De handel in sommige vastrentende waarden is bijvoorbeeld weinig frequent. Dat wil echter niet zeggen dat deze waarden illiquide zijn en mogelijk kan een beleggingsinstelling ze desondanks vrij snel verkopen. Betrouwbaarder schattingen kunnen worden verkregen door het scala aan door de SEC voorgestelde maatstaven te evalueren ⁽¹⁾. In dit soort samengestelde liquiditeitscores kunnen factoren worden opgenomen die zijn gebaseerd op de activa-, markt- en portefeuille-eigenschappen van het effect, zoals hieronder beschreven.

- De activafactoren zijn gebaseerd op de structuur van het actief. Hoe moeilijker het is een actief te waarderen, en hoe minder het aan standaarden voldoet, hoe minder liquide het doorgaans is. Voor vastrentende waarden geldt bovendien dat specificaties als looptijd, rating en emissiedatum van invloed kunnen zijn op de liquiditeit.
- Marktfactoren hebben betrekking op de uitgifte en de secundaire markt van een actief. Doorgaans geldt dat een actief meer liquide is naarmate er meer markten zijn waarop het kan worden verhandeld. De kwaliteit van de markt wordt bijvoorbeeld ook bepaald door factoren als het aantal, de diversiteit en de kwaliteit van de marktpartijen, maar hangt bijvoorbeeld ook samen met factoren als de kosten van het handelen op deze markten en is afhankelijk van de liquiditeitskosten die de handel in een ander land en een andere valuta mogelijk met zich meebrengen.
- Handelsfactoren zijn maatstaven die verband houden met de prijs en het volume van de handel in een effect. Spreads tussen de bied- en de laatkoers en de frequentie en het volume van de handel kunnen als maatstaf voor eventuele illiquiditeit worden gebruikt. Historische volumegegevens kunnen bijvoorbeeld een schatting van het maximale volume opleveren dat gebruikt kan worden om de markteffecten van een transactie te beoordelen.
- Portefeuilfactoren zijn portefeuillespecifieke maatstaven. Beleggingsinstellingen moeten rekening houden met de omvang van hun positie ten opzichte van het dagelijkse handelsvolume en de uitstaande aantallen effecten. Ze moeten echter ook rekening houden met de verhouding tussen deze effecten en andere portefeuillebeleggingen (bv. derivaten). Illiquiditeit, ten slotte, kan ook betrekking hebben op de clustering van portefeuilleposities: die zou een bron van illiquiditeit kunnen vormen als alle door een beleggingsinstelling aangehouden activa vergelijkbaar zijn en op dezelfde markt worden verhandeld.

De door de SEC gevolgde benadering kan een nuttige basis vormen voor een Europese definitie van illiquiditeit en het zou dan ook wenselijk kunnen zijn de Europese benadering hier nauw op af te stemmen. Vanuit beleidsoogpunt zou afstemming een extra voordeel opleveren, want als de beleidskaders van de Unie en de VS in grote lijnen overeenstemmen, zou daarmee een effectieve mondiale norm worden gesteld voor de beoordeling van illiquiditeit bij beleggingsinstellingen.

II.2.2. Onbedoelde effecten

Aan de actiefzijde: wanneer beheerders interne limieten stellen, nemen ze daarmee het „first-mover advantage” niet geheel weg. Vroege uitstappers zullen misschien nog steeds geneigd zijn de liquide activa op te eisen om te voorkomen dat ze vast blijven zitten in een illiquide beleggingsinstelling. Voor zover de beschikbaarheid van liquide activa het vertrouwen vergroot dat de instelling in staat is uitstappers terug te betalen, zouden interne limieten het risico van een run door beleggers over het geheel genomen echter moeten verminderen.

De instelling van een interne limiet kan de beheerder nodeloos hinderen bij diens gebruik van beschikbare liquide activa om terugbetalingen te doen. Dat is bijvoorbeeld het geval wanneer de beheerder liquide activa niet kan gebruiken zonder de interne limiet te overschrijden. De materialiteit van deze kwestie dient echter niet te worden overschat. In de context van Richtlijn 2011/61/EU vereist overschrijding van een limiet an sich geen actie van de abi-beheerder; of actie geboden is, hangt af van de feiten en omstandigheden en van de door de abi-beheerder vastgestelde risicotoleranties. Deze toleranties bepalen of verdere monitoring of corrigerende maatregelen aan de orde zijn, afhankelijk van de omstandigheden.

⁽¹⁾ Het SEC-document noemt negen factoren voor de classificatie van portefeuilleposities in een bepaald actief.

In het allerongunstigste scenario kan het op de lijst zetten van een belegging zelfs procyclisch werken, de verkoop van de belegging uitlokken en een sterke prijsval veroorzaken. De beheerder is mogelijk gedwongen de belegging te verkopen om zich aan nieuwe interne limieten te houden of voorziet een negatieve reactie bij beleggers, waardoor juist datgene gebeurt wat de lijst moest tegengaan. Een vergelijkbaar punt is dat stigmatisering van een belegging vanwege gebrek aan liquiditeit sommige beleggingsinstellingen ervan kan weerhouden erin te beleggen, met mogelijke repercussies voor de werking van de financiële markten. Daarom moeten alleen beleggingen op de lijst worden geplaatst die „naar hun aard” minder liquide zijn, een kenmerk dat door marktdeelnemers al herkend zou moeten zijn. Bovendien zullen beleggers die in „naar hun aard” minder liquide activa beleggen, toch al verwachten dat beheerders een beleggingsbeleid volgen dat aansluit bij hun terugbetalingsbeleid, zoals voorzien in Richtlijn 2011/61/EU. Tot slot zal er een overgangsregeling nodig zijn wanneer een belegging op de lijst wordt geplaatst, zodat de beheerder tijd heeft aan de voorwaarden te voldoen en om gedwongen verkoop te voorkomen.

Aan de passiefzijde: verlaging van de terugbetalingsfrequentie leidt waarschijnlijk tot een groter handelsvolume, wat bij gespannen marktomstandigheden gevolgen voor de koersen kan hebben. In plaats van een regelmatige uitstroom te hebben, spaart de instelling dan meerdere orders op en voert deze tegelijkertijd uit. Eén mogelijkheid zou zijn om kennisgevingstermijnen⁽¹⁾ in te voeren die rekening houden met de tijd die nodig is om de onderliggende activa te verkopen. Een andere mogelijkheid is het gebruik van een „wachtrij”, zodat terugbetalingsverzoeken die eenmaal door de beheerder zijn goedgekeurd, niet op het volgende waarderingsmoment uitgevoerd behoeven te worden. De beheerder zou dan nog eerder kunnen berekenen hoeveel liquiditeit er voor de terugbetalingsverzoeken nodig is en zo nodig alvast met de verkoop van beleggingen kunnen beginnen. Dit verkleint het risico van *fire sales* en de bijbehorende lage prijzen.

Tot slot moet het risico van toezichtarbitrage worden onderkend. Er bestaat een risico: 1) voor niet gereglementeerde abi's die buiten de reikwijdte van de aanbeveling vallen, en 2) als een beheerder een beleggingsinstelling als ICBE registreert met als doel een grote belegging in een bepaald actief te doen dat naar zijn aard als minder liquide te boek staat, mits dit actief in aanmerking komt voor de ICBE. In dit laatste scenario zou de beleggingsinstelling echter gehouden zijn aan de regels van Richtlijn 2009/65/EG, die in bepaalde opzichten strenger zijn dan die van Richtlijn 2011/61/EU. Dit vermindert de prikkel om een instelling als ICBE te registreren teneinde de aan abi's gestelde beperkingen te omzeilen.

II.3. Aanbeveling C: stresstests

II.3.1. Economische redenen en bedoelde effecten

Microprudentiële stresstests zijn erop gericht het risico- en portefeuillebeheer op het niveau van de individuele beleggingsinstelling en de beheerder te verbeteren. Bij deze tests worden extreme of ongunstige doch geloofwaardige economische en financiële omstandigheden gesimuleerd, zodat de gevolgen bestudeerd kunnen worden voor de resultaten van een beleggingsinstelling en voor het vermogen van de instelling aan verzoeken tot terugbetaling te voldoen, zelfs bij een verlaagde totale intrinsieke waarde. De tests leveren scenarioanalyses op die een beter inzicht bieden in de risico's van mogelijke veranderingen in de marktomstandigheden met potentieel negatieve effecten op de beheerde portefeuilles. Onder normale marktomstandigheden brengen de stresstests eventuele zwakke punten van producten/strategieën aan het licht en helpen ze beheermaatschappijen het beheer van hun portefeuillerisico aan te passen en zich operationeel op een crisis voor te bereiden. In crisisperiodes helpen de stresstests de beheerder om zich aan te passen aan de specifieke kenmerken van de crisis, de crisis te beheersen en de afwikkelingsautoriteit te informeren. Dit maakt de stresstests tot instrumenten voor risicobeheer en besluitvorming.

Beleggingsinstellingen hebben verschillende kenmerken, die allemaal van invloed zijn op het liquiditeitsrisico van een bepaalde beleggingsinstelling en dus op het ontwerp van een zinvolle stresstest op het niveau van de individuele beleggingsinstelling. De actiefzijde wordt bijvoorbeeld gekenmerkt door de belangrijkste markten en instrumenten, de beleggingsstrategie en de tijdshorizon, het geografische zwaartepunt, portefeuilleconcentraties, omloopsnelheid van de portefeuille en de typische transactiegrootte. De passiefzijde wordt gekenmerkt door het beleggersbestand van de instelling, dat wil zeggen particuliere beleggers, institutionele beleggers of een combinatie van beide, die allemaal hun eigen portefeuillestructuur en liquiditeitsbehoefte hebben en mogelijk ook hun eigen toezichtvereisten (banken, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen) en die daarom hun eigen beleggersgedrag vertonen. Vooral de concentratie van beleggerstypen in een beleggingsinstelling is relevant, aangezien een sterke concentratie kan leiden tot een groot aantal gelijktijdige verzoeken tot terugbetaling.

⁽¹⁾ NB: Het werken met kennisgevingstermijnen brengt praktische problemen met zich mee vanwege de vertraging die optreedt tussen plaatsing en uitvoering van een order. Met name indexfondsen zouden een prikkel hebben om hun resultaten te optimaliseren door zo dicht mogelijk tegen het einde van de kennisgevingstermijn te handelen, zelfs als dit negatieve markteffecten met zich meebrengt.

Gezien de pluriformiteit van beleggingsinstellingen bestaan er geen verplichte specificaties voor stresstests scenario's. Daarom verschillen op dit moment de parameters, reikwijdte, frequentie en mate van verfijning van de stresstests binnen de sector. Dat neemt niet weg dat er enkele zinvolle, bewezen benaderingen bestaan die beide zijden van de balans omvatten. Stresstests voor de passiefzijde van een beleggingsinstelling zijn simulaties van terugbetalingen. Deze simulaties worden doorgaans gekalibreerd op grond van een stabiliteitsanalyse van de passiva, die op haar beurt weer afhangt van het type belegger en de concentratie van de passiva. Bij simulaties valt te denken aan historische of hypothetische terugbetalingsscenario's, terugbetaling aan de grootste beleggers, terugbetalingen van een vergelijkbare omvang als de grootste ooit voorgekomen terugbetalingen en een analyse van marktontwikkelingen en peer groups. Stresstests dienen ook de actiefzijde van een beleggingsinstelling te omvatten, waarbij de liquiditeit van de activa van de instelling onder verschillende marktomstandigheden wordt gesimuleerd. Bij deze simulatie wordt rekening gehouden met het vermogen van de instelling activa te verkopen zonder grote gevolgen voor de prijs. In de scenario's zou een verlaging van het handelsvolume voor bepaalde instrumenten of marktsegmenten (verliezen als gevolg van een hogere bied-laat-spread) kunnen worden verwerkt, ramingen van de maximale liquidatie die op één dag mogelijk is, of ramingen van de liquidatietijd uitgesplitst naar de activa van de instelling (bijvoorbeeld per liquiditeitsbucket). Ze zouden bovendien rekening moeten houden met de wisselwerking tussen markt- en liquiditeitsrisico voor de activa in kwestie.

Richt snoeren voor afzonderlijke stresstestpraktijken zullen het liquiditeitsrisico op het niveau van zowel de beleggingsinstelling als het systeem naar verwachting verminderen en de entiteiten beter in staat stellen hun liquiditeit in het belang van de beleggers te beheren, inclusief beperking van onverwachte terugbetalingstermijnen. Stresstests zijn instrumenten voor de analyse van de sterke punten van bestaande strategieën. De tests moeten de zwakke punten van een beleggingsstrategie aan het licht brengen en een instelling voorbereiden op een crisis. Bij juist gebruik als instrument voor risicobeheer en besluitvorming verkleinen stresstests het liquiditeitsrisico op het niveau van de afzonderlijke beleggingsinstelling en daarmee ook het liquiditeitsrisico op systeemniveau.

Zoals uit de enquête van het ESRB naar stresstestpraktijken blijkt, moeten richt snoeren de tekortkomingen van de stresstestprocedures adresseren. Op grond van de richt snoeren van ESMA dienen instellingen bekend te zijn met de minimale vereisten aan de stresstests en dienen zij tekortkomingen aan te pakken met betrekking tot de toepassing van te kleine haircuts, de frequentie van de stresstests, het ontwerp van de scenario's en een naïef gebruik van historische gegevens. Uit de richt snoeren komt naar voren dat kenmerken die specifiek zijn voor de individuele beleggingsinstelling én kenmerken die specifiek zijn voor de beleggingsonderneming bepalend moeten zijn voor de frequentie en de opzet van de stresstest. Een ander beoogd effect van de richt snoeren is dat beleggingsondernemingen bij het ontwerpen van de stressscenario's verplicht worden een mate van stressintensiteit te hanteren die minimaal overeenkomt met wat zij in de markt waarschijnlijk zullen tegenkomen. Als gevolg van de pluriformiteit van de sector beleggingsinstellingen, ten slotte, dient de complexiteit van de stresstests in overeenstemming te zijn met het specifieke risico- en terugbetalingsprofiel van de beleggingsinstelling, zonder dat teveel conformiteit in stresstests scenario's wordt nagestreefd. De richt snoeren moeten bijdragen aan juistere en meer passende stresstests op het niveau van de beleggingsinstelling, waardoor er minder ruimte voor onzekerheid overblijft over het risico op systeemniveau.

Aanbeveling C sluit aan bij de in Verordening (EU) 2017/1131 beschreven verplichting voor ESMA om richt snoeren inzake stresstests voor geldmarktfondsen uit te vaardigen. Volgens deze Verordening dient ESMA richt snoeren uit te vaardigen voor de algemene referentieparameters van stresstests scenario's.

Beheerders dienen regelmatig stresstests uit te voeren bij de door hen beheerde beleggingsinstellingen. Stresstests zijn een vereiste voor ICBE's en abi's, behalve wanneer de abi een closed-end abi zonder hefboomfinanciering is, of wanneer het voor ICBE's niet nodig wordt geacht (artikel 40, lid 3, van Richtlijn 2010/43/EU; artikel 16, lid 1, van Richtlijn 2011/61/EU en artikel 48 van Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 231/2013). Stresstests stellen de beheerders van beide typen beleggingsinstellingen in staat het liquiditeitsrisico te beoordelen onder normale en uitzonderlijke liquiditeitsomstandigheden. In het kader van de rapportage ex Richtlijn 2011/61/EU moeten de uitkomsten van stresstests aan de NBA worden gemeld en moet deze informatie aan ESMA en het ESRB ter beschikking worden gesteld. Verordening (EU) 2017/1131 legt geldmarktfondsen gedetailleerde verplichtingen inzake stresstests op, die ook van nut zouden kunnen zijn voor andere typen beleggingsinstellingen.

De stresstestvereisten voor ICBE's zijn minder uitgewerkt dan voor abi's. Dat vloeit voort uit de andere kenmerken van de actief- en passiefzijde van ICBE's (d.w.z. de definities van in aanmerking komende activa, die liquide moeten zijn, en een beleggersbestand dat vooral uit kleine beleggers bestaat) en de andere prudentiële vereisten.

De regels voor stresstests van abi's zijn echter verder uitgewerkt in de Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 231/2013.

- a) Stresstests dienen een tekort aan liquiditeit en atypische terugbetalingsverzoeken te simuleren. De stresstest moet ten minste recente en verwachte toekomstige verzoeken om terugbetaling toetsen en analyseren hoeveel tijd het kost om deze verzoeken in te willigen. Verder dient de stresstest een marktfactortest te omvatten, bv. de wisselkoers die van invloed kan zijn op het kredietprofiel van de abi-beheerder of de abi. Bovendien behoren gevoeligheden van waardeeringen onder gespannen marktomstandigheden deel uit te maken van de stresstestbenadering.
- b) Het risicoprofiel van de abi, die een functie is van de beleggingsstrategie, het liquiditeitsprofiel, het type belegger en het terugbetalingsbeleid, bepaalt de frequentie waarmee de stresstests worden uitgevoerd, met een minimum van eenmaal per jaar. Wat betreft het ontwerp van de abi en de toereikendheid van de liquiditeitsbeheersmaatregelen en -procedures dient de abi-beheerder te handelen in het belang van alle beleggers in de abi wanneer uit de stresstests een aanzienlijk hoger dan verwacht liquiditeitsrisico blijkt.

Uit een door het ESRB onder beheerders van instellingen gehouden enquête over stresstestpraktijken blijkt dat de meeste beheerders in de Unie regelmatig stresstests houden. Ongeveer 93 % van de beheerders uit de ESRB-enquête ⁽¹⁾ voert regelmatig stresstests uit bij alle beleggingsinstellingen onder hun beheer en doet aanvullende stresstests (of heeft daartoe de mogelijkheid) wanneer zich materiële veranderingen voordoen. Doordat er verschillende typen beheerders en instellingen aan de enquête meededen, bleek ook dat er aanzienlijke verschillen bestaan in de frequentie waarmee de stresstests worden gehouden, het soort stressscenario dat de beheerder volgt en de mate van complexiteit van de stresstests (zie de puntsgewijze opsomming hieronder).

- **Hoewel de frequentie van de stresstests vooral door instellingsspecifieke factoren bepaald zou moeten worden, worden instellingsspecifieke frequenties door slechts enkele beheerders van instellingen gebruikt.** In plaats daarvan gaan ze uit van een frequentie die specifiek is voor de beheermaatschappij als geheel en die voor alle beheerde beleggingsinstellingen wordt gehanteerd. Dat is zelfs het geval bij grote beleggingsondernemingen die veel verschillende typen beleggingsinstellingen beheren. Een groot percentage van de instellingbeheerders dat met instellingsspecifieke stresstestfrequenties werkt, maakt een onderscheid tussen ICBE's en abi's in plaats van verschillende frequenties te hanteren voor beleggingsinstellingen met verschillende portefeuillestructuren.
- **Een groot deel van de beheerders werkt met meerdere liquiditeitsscenario's die doorgaans uiteenlopende marktomstandigheden simuleren.** Een basiskarakter van elke stresstest is een onderliggend scenario dat aanzienlijke gespannen marktomstandigheden simuleert. Er bestaan tussen beheerders echter grote verschillen in de intensiteit van de stressscenario's. Bij sommige van deze scenario's is het zeer de vraag of ze überhaupt gespannen marktomstandigheden simuleren. Voor de actiefzijde geldt dat de gehanteerde haircuts soms erg klein zijn en daardoor minder geschikt als weergave van aanzienlijke veranderingen in de marktliquiditeit. Voor de passiefzijde geldt dat beleggingsinstellingen die in het verleden geen druk om terug te betalen hebben ondervonden, hun terugbetalingsscenario's niet louter op historische gegevens zouden moeten baseren.
- **In lijn met de aanzienlijke verschillen tussen de diverse typen beheerders en beleggingsinstellingen, bestaan er ook grote verschillen in de complexiteit van de door beheerders gebruikte stresstestscenario's.** Sommige beheerders hanteren eenvoudige hypothetische scenario's die in het geheel niet op gegevens berusten, andere ontwikkelen instellingsspecifieke scenario's met behulp van geavanceerde statistische methoden. Het is per definitie moeilijk om zinvolle liquiditeitsscenario's op te stellen. Vergeleken met het marktrisico, waarover overvloedige informatie beschikbaar is, is het modelleren van stresstests voor liquiditeit veel ingewikkelder. Voor de actiefzijde geldt dat het modelleren van het liquiditeitsprofiel in stressomstandigheden uiterst lastig kan zijn, vooral voor activa waarvoor men niet gemakkelijk aan transactiegegevens kan komen (bv. vastrentende waarden). Voor de passiefzijde geldt dat het niet eenvoudig is het gedrag van beleggers in een gespannen markt te voorspellen, want dat hangt af van verschillende factoren, zoals de verhouding institutionele/kleine beleggers of het percentage „niet snel reagerende” cliënten. Bij ICBE's is het probleem nog groter, omdat beheerders meestal weinig informatie hebben over de beleggersprofielen van ICBE-beleggers. Regelgeving schijnt slechts een kleine rol te spelen bij de modellering van de scenario's. Stressscenario's worden dan ook ontworpen op grond van de risicoposities die in beleggingscategorieën zijn ingenomen en de terugbetalingsregeling van de instelling.

⁽¹⁾ Het hoofddoel van de ESRB-enquête was een overzicht te geven van de stresstestpraktijken bij Europese vermogensbeheerders, met name om te analyseren in hoeverre liquiditeitsstress (d.w.z. de mate waarin een instelling in staat is grote terugbetalingsverzoeken in te willigen) deel uitmaakte van de stresstests bij afzonderlijke instellingen. De ESRB-enquête is gehouden onder 274 fondsbeheerders in de EU en bevatte vragen over de huidige werkwijzen van vermogensbeheerders op het gebied van liquiditeitsrisicobeheer en stresstests.

De stresstest dient onder verschillende omstandigheden te worden uitgevoerd, zoals atypische terugbetalingsverzoeken en abnormale ontwikkelingen van de activaprijzen, en zou ook gebeurtenissen kunnen omvatten als wanbetaling door tegenpartijen en andere risicofactoren (zoals politieke risico's). ESMA zou richtsnoeren moeten uitvaardigen voor de soorten scenario's die een beleggingsinstelling zou moeten overwegen bij het opzetten van een stresstest. Daaronder zouden ook op historische prijsontwikkelingen gebaseerde scenario's en hypothetische scenario's moeten zijn. In historische scenario's worden de parameters van de stresstest gemodelleerd op een eerdere crisis en wordt berekend welke effecten die op de instelling gehad zou hebben. Aangezien toekomstige crises waarschijnlijk afwijken van eerdere crises en omdat het toch al moeilijk is eerdere crises precies te herhalen, zouden stresstests niet uitsluitend op historische scenario's mogen berusten. Hypothetische scenario's kunnen op economische schokken gebaseerd worden of op gedragskenmerken van de beleggers of de beheerder. Bij het ontwerp van deze hypothetische scenario's moet rekening worden gehouden met de gevoeligheden die specifiek zijn voor dat type instelling en de instellingsstrategie.

De totale stresstestexercitie zou afgerond kunnen worden met een omgekeerde stresstest. De opname van omgekeerde stresstests kan nuttige inzichten opleveren in het gedrag van de beleggingsinstelling tot het moment waarop het failliet gaat. Omgekeerde stresstests beperken de afhankelijkheid van historische scenario's en de mogelijkheid om hypothetische scenario's te ontwikkelen. Ze stellen beheerders van instellingen ook in staat eventuele kwetsbaarheden diepgaand te onderzoeken en te begrijpen en om deze risico's weg te nemen.

In het beste geval worden stresstests gebruikt in alle fasen van de levensduur van een instelling, van oprichting tot liquidatie en voor alle beleggingsbeslissingen daartussenin. Bij de oprichting van een beleggingsinstelling moeten met behulp van stresstests de parameters van de instelling worden gedefinieerd en vastgesteld (bv. het risicoprofiel en de risicotolerantie), met name de verhouding tussen de liquiditeit van de onderliggende activa en de frequentie van eventuele terugbetalingen, ook onder gespannen marktomstandigheden. Stresstests kunnen ook worden gebruikt wanneer aanpassingen aan de strategie, algemene voorwaarden of beleggingsbeslissingen worden overwogen. Bij het formuleren van een noodplan voor de beleggingsinstelling bij gespannen marktomstandigheden kan met behulp van stresstests het gebruik van diverse instrumenten voor liquiditeitsbeheer worden geanalyseerd.

De kenmerken van de beleggingsinstelling, zoals omvang, beleggingsstrategie, onderliggende activa, beleggersprofiel en frequentie van mogelijke terugbetalingen dienen tot uiting te komen in de timing en frequentie van de stresstests. Een portefeuille met een hoge omloopsnelheid of een snel veranderend beleggersbestand heeft waarschijnlijk een relatief volatiel liquiditeitsprofiel en liquiditeitsrisico. Onder die omstandigheden moeten vaker stresstests worden gehouden dan bij instellingen met een stabiel beleggersbestand en lange terugbetalingstermijnen.

Hoe vaak een stresstest moet worden gehouden, kan afhangen van het soort scenario dat wordt gebruikt. Bij historische scenario's kunnen de statistische methoden die voor het ontwikkelen van de scenario's worden gebruikt, gemakkelijk geactualiseerd worden met behulp van nieuwe gegevens en de stresstestparameters. Omdat het hier vaak een automatisch proces betreft, kan het frequenter worden toegepast. Hypothetische scenario's vereisen een meer instellings-specifieke, gerichte beoordeling van de relevante factoren die op de instelling van invloed zijn en gegeven het feit dat dit type stresstest een uitgebreidere analyse vergt, kan hij minder vaak worden gehouden.

Deze aanbeveling heeft geen betrekking op macroprudentiële stresstests. Macroprudentiële stresstests vormen een gebied dat nadere ontwikkeling behoeft. Door beperkingen aan de gegevens en de modellen is het momenteel niet mogelijk dit soort modellen efficiënt in te zetten als toezichtinstrument. Het ESRB analyseert momenteel de rol van macroprudentiële stresstests bij de beoordeling van de door beleggingsinstellingen veroorzaakte risico's voor de financiële stabiliteit.

II.3.2. Onbedoelde effecten

Concrete richtsnoeren voor stresstests zouden kunnen leiden tot meer identiek/consensusgedrag onder beheerders en uiteindelijk tot uniforme positionering van de activa van beleggingsinstellingen (eenzijdige positionering). Dit kan het risico van toekomstig kuddegedrag en financiële systeemrisico's vergroten. Bovendien, en dit geldt vooral voor kleinere beheerders van instellingen, kunnen meer richtsnoeren leiden tot extra stresstests en dus tot hogere kosten.

II.4. Aanbeveling D: ICBE-rapportage

II.4.1. Economische redenen en bedoelde effecten

Aanbeveling D(1): rapportageverplichtingen voor ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen

Momenteel vormt het ontbreken van een geharmoniseerd rapportagekader voor alle lidstaten een hindernis voor de omvattende beoordeling en monitoring van de mogelijke bijdrage van ICBE's aan risico's voor de financiële stabiliteit. Hoewel veel jurisdicties binnen de EU wel degelijk rapportageverplichtingen voor ICBE's kennen, blijkt uit enquêteresultaten dat de rapportagepraktijken sterk uiteenlopen qua frequentie, reikwijdte en de aard van de gerapporteerde gegevens ⁽¹⁾. Daardoor is het niet mogelijk om voor ICBE's op het niveau van de Unie nationale gegevens te aggregeren en ontwikkelingen te monitoren op het gebied van bijvoorbeeld, het liquiditeits- en hefboomfinancieringsrisico.

De ECB-statistieken over beleggingsinstellingen zijn niet toereikend voor een uitgebreide beoordeling en monitoring van de liquiditeits- en hefboomfinancieringsrisico's van ICBE's. Met de ECB-statistieken kunnen regelgevers weliswaar de ontwikkelingen in de sector beleggingsinstellingen in het eurogebied monitoren met behulp van informatie over brede activa- en passivacategorieën van de balans, waaronder uitsplitsingen naar looptijd, maar de informatie uit de statistieken is onvoldoende voor een adequate risicoanalyse. Met name ontbreken gedetailleerde gegevens over de handel in instrumenten en individuele risicoposities, terwijl zulke gegevens wel nodig zijn voor een adequate beoordeling van de liquiditeitsontwikkeling van ICBE-portefeuilles. Trends in het gebruik van hefboomfinanciering kunnen evenmin goed worden gemonitord, omdat met de beschikbare gegevens alleen het gebruik van de financiële hefboom berekend kan worden (d.w.z. via leningen). Een uitgebreidere maatstaf van hefboomfinanciering die ook het gebruik van hefboomfinanciering via derivaten meet (d.w.z. synthetische hefboomfinanciering), is niet voorhanden. Bovendien maken de statistieken van de ECB momenteel geen onderscheid tussen ICBE's en abi's, wat voor goede risicomonitoring wel van belang is, omdat deze instellingen onder totaal verschillende toezichtregimes opereren.

Een geharmoniseerd rapportagekader voor ICBE's op het niveau van de Unie zou vanuit monitoringoogpunt efficiënt kunnen zijn en ook kunnen leiden tot minder inefficiëntie in de rapportages en minder kosten voor zowel de bevoegde autoriteiten als de bedrijfstak. Sinds Richtlijn 2011/61/EU van kracht is, hebben zowel de NBA's als de abi-beheerders hun technische capaciteit uitgebreid en ervaring opgedaan met het brede rapportagekader op Unieniveau op grond van Richtlijn 2011/61/EU. Mocht een nieuw rapportagekader voor ICBE's op de bestaande technische rapportagesystemen worden geënt, dan zouden zowel de bevoegde autoriteiten, de beheerders van abi's en ICBE's als de beheerders van ICBE's met uiteenlopende rapportageverplichtingen in verschillende jurisdicties de vruchten plukken van grotere synergie bij de rapportage.

Bij het opstellen van het rapportagekader voor ICBE's dient te Commissie in het achterhoofd te houden dat voor ICBE's een strengere toezichtregime geldt dan voor abi's. Een minder uitgebreid kader zou voldoende zijn om de risico's van ICBE's voor de financiële stabiliteit goed te kunnen monitoren.

De Commissie dient verder te bedenken welke andere lopende initiatieven op dergelijke geharmoniseerde rapportage van invloed kunnen zijn. De Commissie dient rekening te houden met input van ESMA en de NBA's over deze rapportage en ook met mogelijke nieuwe, alternatieve of gewijzigde hefboommaatregelen die op dit moment door IOSCO worden ontwikkeld. Ook moet rekening worden gehouden met de rapportagevereisten uit Verordening (EU) 2017/1131 inzake geldmarktfondsen.

Gedetailleerde rapportagevereisten voor liquiditeitskenmerken zouden de monitoring van eventuele uit de liquiditeitstransformaties en -mismatches van ICBE's voortvloeiende systeemrisico's vergemakkelijken. Op ICBE's zijn gedetailleerde regels van toepassing voor in aanmerking komende activa en zij beleggen dan ook meestal in de meer liquide activa, al zijn er ook ICBE's die in minder liquide activacategorieën beleggen, zoals bepaalde soorten obligatiefondsen (obligaties van opkomende markten of hoogrentende obligaties). Aangezien voor ICBE's ook minimumeisen gelden wat betreft de terugbetalingsfrequenties, kunnen ze ook een groter liquiditeitsrisico vormen. Bij het huidige wetgevend kader blijft er voor deze ICBE's mogelijk sprake van een gebrek aan gegevens, omdat ICBE's niet op dezelfde wijze aan de NBA's moeten rapporteren als abi's. Met andere woorden: het huidige rapportagekader is niet alomvattend (Richtlijn 2011/61/EU tegenover Richtlijn 2009/65/EG) en omvat geen geharmoniseerde indicatoren voor liquiditeitsrisico die zinvol zijn en gemakkelijk op te stellen en te interpreteren. Dit is met name van belang voor de monitoring van ontwikkelingen vanuit macroprudentieel oogpunt en voor de aggregatie van afzonderlijke maatstaven uit de gehele sector en de verschillende jurisdicties.

⁽¹⁾ De Luxemburgse toezichthouder op de financiële sector, de *Commission de Surveillance du Secteur Financier* heeft begin 2016 bijvoorbeeld een risicorapportageplicht ingevoerd voor ICBE's en vraagt van de ICBE-sector elk halfjaar gegevens te rapporteren over verschillende risicofactoren, zoals hefboomfinanciering, tegenpartijrisico, kredietrisico en liquiditeitsrisico. Zie <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/> voor nadere informatie

Om monitoring van liquiditeitsmismatches bij ICBE's mogelijk te maken, moeten ICBE's verplicht worden informatie te verstrekken over zowel hun activa als hun passiva. Abi-beheerders moeten informatie verstrekken over het liquiditeitsprofiel van hun abi, wat nuttige informatie oplevert over de liquiditeitsbeoordeling (door de abi-beheerder) van de belegde activa van een abi en de structuur van het beleggersbestand. Dit zou moeten worden gebruikt als basis voor vergelijkbare informatieverstrekking door ICBE's en worden aangevuld met informatieverstrekking over de beschikbaarheid en het gebruik van diverse instrumenten voor liquiditeitsbeheer die voor ICBE's voorhanden zijn. Voor andere te rapporteren gegevens valt bijvoorbeeld te denken aan informatie over de omvang van historische terugbetalingen.

Het verzamelen van andere gegevens vergemakkelijkt een uitgebreide beoordeling van de mogelijke bijdrage van deze ICBE's aan financiële of systeemrisico's. Met name de bron van de hefboomfinanciering is van belang, zodat een goede beoordeling kan worden gegeven van de veroorzaakte risico's door, bijvoorbeeld, het gebruik van hefboomfinanciering door ICBE's. ICBE's dienen, onder andere, ook informatie te verstrekken over hun beleggingsstrategie, verhandelde instrumenten en afzonderlijke risicoposities, hun marktrisicoprofiel, tegenpartij- en kredietrisicoprofiel en hun liquiditeitsrisicoprofiel. Deze informatie kan een indicatie geven van het risico van gedwongen verkoop, tegenpartijconcentratie en verwevenheid met het totale financiële stelsel. Hierin moet ook informatie over de categorieën van de derivatenposities zijn opgenomen en technieken en instrumenten zoals repo-overeenkomsten of effectenuitleentransacties. Sterk hierop lijkende vereisten zijn vastgelegd in de rapportagevereisten uit Richtlijn 2011/61/EU, die zouden kunnen worden aangevuld met ICBE-specifieke aspecten, zoals efficiënt portefeuillebeheer. De abi-beheerder moet informatie verstrekken over het risicoprofiel en de belangrijkste activacategorieën waarin de abi belegt heeft, inclusief de bijbehorende bruto- long- en shortposities in derivaten. De abi-beheerders dienen echter ook informatie te verstrekken over de herkomst van hun contante leningen ⁽¹⁾.

Een economisch relevant deel van de ICBE-sector past strategieën toe die aan hefboomfinanciering, inclusief synthetische hefboomfinanciering, slechts indirect beperkingen opleggen. Wat betreft het gebruik van financiële hefboomfinanciering door middel van effectenfinancieringstransacties of synthetische hefboomfinanciering door middel van derivatenposities: ICBE's kunnen slechts risicoposities innemen — berekend volgens de methode op basis van gedane toezeggingen — tot een maximumbedrag dat gelijk is aan hun totale intrinsieke waarde (zie kader 1b). Op grond van Richtlijn 2009/65/EG mogen lidstaten echter ook toestaan dat ICBE's hun totale risico niet vanuit de methode op basis van gedane toezeggingen berekenen maar met behulp van een VaR-benadering of andere geavanceerde risicometingsmethoden ⁽²⁾. Het gebruik van hefboomfinanciering door deze instellingen wordt slechts indirect beperkt, door middel van limieten aan hun marktrisico ⁽³⁾. Dat wil zeggen dat instellingen die de *absolute* VaR-benadering volgen, beperkt zijn tot een absolute VaR van maximaal 20 % van de totale intrinsieke waarde. Voor instellingen die daarentegen de *relatieve* VaR-benadering volgen, beperkt dit zich bij een gegeven VaR-model tot maximaal het dubbele verliesrisico ten opzichte van een vergelijkbare portefeuille zonder hefboomfinanciering. Van belang is dat deze VaR-methoden in aanleg grotere hefboomfinancieringsposities toelaten dan de methode op basis van gedane toezeggingen, afhankelijk van de volatiliteit van de onderliggende activa. Uit een ESRB-enquête in elf EU-landen blijkt dat de subset ICBE's die voor de berekening van hun totale risico VaR-benaderingen hanteert, mogelijk tussen 27 % en 50 % van de ICBE-sector in de EU vormt, uitgedrukt in totale intrinsieke waarde.

Consistente rapportage van hefboomfinanciering door alle ICBE's en abi's zou het doel moeten zijn en deze zou ondersteuning moeten bieden aan de monitoring van beleggingsinstellingen zonder hefboomfinancieringslimieten binnen de sector beleggingsinstellingen in de EU. De FSB raadt autoriteiten aan gegevens te verzamelen over hefboomfinanciering bij beleggingsinstellingen, het gebruik te monitoren van hefboomfinanciering die niet aan limieten onderhevig is of die aanzienlijke hefboomrisico's voor het financiële stelsel kan vormen en om zo nodig maatregelen te nemen. Tegelijkertijd is de IOSCO gevraagd consistente maatregelen voor hefboomfinanciering bij beleggingsinstellingen aan te wijzen en/of op te stellen teneinde tot zinnigere monitoring van hefboomfinanciering ten behoeve van de financiële stabiliteit te komen en te helpen om eind 2018 directe vergelijkingen van beleggingsinstellingen op mondiaal niveau mogelijk te maken ⁽⁴⁾. Het einddoel dient derhalve de geharmoniseerde rapportage van hefboomfinanciering te zijn, in lijn met de consistente maatregelen voor hefboomfinanciering die naar verwachting door de IOSCO worden opgesteld/aangewezen. De harmonisatie van het rapportagekader voor ICBE's en de rapportage over hefboomfinanciering binnen abi's op grond van Richtlijn 2011/61/EU zou zich langs deze lijnen moeten ontwikkelen en zou de monitoring moeten faciliteren van beleggingsinstellingen met hefboomfinanciering binnen de gehele sector beleggingsinstellingen in de EU. De Commissie zou daarom een geharmoniseerd kader voor de gehele EU en voor zowel ICBE's als abi's moeten ontwikkelen en daarbij rekening moeten houden met de internationale dimensie en met het doel uniforme benaderingen te ontwikkelen voor de verschillende methoden om hefboomfinanciering te berekenen (de notionele methode, de brutomethode en de methode op basis van gedane toezeggingen). Dit zou ook de monitoring vergemakkelijken van hefboomfinanciering bij ICBE's waarvoor uitsluitend indirecte beperkingen aan de hefboomfinanciering gelden.

⁽¹⁾ Zie bijvoorbeeld bijlage IV bij de Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 231/2013.

⁽²⁾ Zie bijvoorbeeld artikel 41, lid 3, van Richtlijn 2010/43/EU.

⁽³⁾ Zie CEER (Level 3), „Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS”, 28 juli 2010.

⁽⁴⁾ Zie aanbevelingen 10 en 11 van de FSB, „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities”, januari 2017.

Bij rapportage van hefboomfinanciering volgens de methode op basis van gedane toezeggingen als bedoeld in Richtlijn 2011/61/EU zouden ICBE's hun totale intrinsieke waarde moeten toevoegen aan hun risicopositie zoals die met behulp van de methode op basis van gedane toezeggingen voor ICBE's zijn berekend. Op dit moment bestaat er een klein verschil tussen de methoden voor de berekening op basis van gedane toezeggingen uit Richtlijn 2009/65/EG en Richtlijn 2011/61/EU. Waar Richtlijn 2011/61/EU abi's voorschrijft hun risicopositie ten aanzien van gedane toezeggingen te berekenen als de totale absolute waarde van alle posities, behoeven ICBE-instellingen slechts de additionele risicoblootstelling te berekenen die voortvloeit uit het gebruik van hefboomfinanciering (zie tabel 3). Aangezien het ICBE's niet is toegestaan zonder zekerheid geld te lenen voor beleggingsdoelinden en aangezien de regels voor de berekening van risicoposities in effectenfinancieringstransacties en derivaten lijken op de regels uit Richtlijn 2011/61/EU, kan de ICBE-methode op basis van gedane toezeggingen in overeenstemming worden gebracht met het voorschrift uit Richtlijn 2011/61/EU dat ICBE's hun totale intrinsieke waarde bij hun risicopositie optellen.

Het nieuwe risicorapportagekader voor ICBE's dient in dit verband ook de stresstrapportage van ICBE's te omvatten. Dit kader dient ook de rapportage te omvatten over de uitkomsten van gestandaardiseerde, univariate stresstests en informatie te verschaffen over door beheerders zelf ontwikkelde stresstestscenario's en de relevante uitkomsten daarvan.

Tabel 3

Berekening van de risicoposities van beleggingsinstellingen volgens de methode op basis van gedane toezeggingen

	AIFMD	ICBE's	
	Huidige berekening		Aanbevolen wijzigingen
Definitie van risicopositie	Totale absolute waarde van alle posities	Additionele risicoblootstelling en hefboomfinanciering als gevolg van het gebruik van financiële derivaten	Totale intrinsieke waarde toevoegen
Financiële hefboomfinanciering	Hergebruik van geldleningen		
	De marktwaarde van de gedane belegging of het totaalbedrag van de geleende geldmiddelen, al naargelang welk bedrag het hoogst is	Ongedekte geldleningen zijn voor beleggingsdoelinden niet toegestaan	Geen
	Effectenfinancieringstransacties		
	De marktwaarde van de ontvangen zekerheid (inclusief geld) bij herbelegging	De marktwaarde van de ontvangen zekerheid (inclusief geld) bij herbelegging	Geen
Netto synthetische hefboomfinanciering	Derivaten		
	Totaal van de marktwaarde van de equivalente positie in het onderliggende actief na toepassing van salderings- en hedgingsregelingen	Totaal van de marktwaarde van de equivalente positie in het onderliggende actief na toepassing van salderings- en hedgingsregelingen	Geen

Aanbeveling D(2): frequentie en reikwijdte van rapportageverplichtingen voor ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen

De in aanbeveling D1 genoemde gegevens dienen driemaandelijks gerapporteerd te worden door een groot genoeg en, vanuit het perspectief van de financiële stabiliteit, relevant deel van alle ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen. De samenstelling en liquiditeit van de portefeuilles van beleggingsinstellingen en het gebruik van hefboomfinanciering (met name door het gebruik van derivaten) kunnen op korte termijn onderhevig zijn aan aanzienlijke veranderingen. Om ontwikkelingen die zouden kunnen bijdragen aan de toename van risico's voor de financiële stabiliteit adequaat te kunnen monitoren en er zo nodig passend op te kunnen reageren, is derhalve minimaal driemaandelijke rapportage nodig. Omdat ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen qua omvang en beleggingsstrategieën uiteenlopen, zal de mate waarin afzonderlijke of groepen beleggingsinstellingen bijdragen aan systeemrisico's waarschijnlijk variëren. Vanuit het oogpunt van de financiële stabiliteit zou driemaandelijke rapportage door een groot genoeg deel van de ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen voldoende zijn voor monitoringdoeleinden en tegelijkertijd de algehele rapportagedruk voor de sector beperken.

Het deel van de ICBE's dat driemaandelijks zou moeten rapporteren, dient ten minste de ICBE's te omvatten die de VaR-methode hanteren om hun totale risicoblootstelling te berekenen. Omdat deze ICBE's derivatentransacties aangaan, hanteren ze doorgaans relatief complexe beleggingsstrategieën en werken ze soms met aanzienlijke hefboomfinancieringsniveaus. Daarnaast zou de Commissie ook kenmerken als omvang van de beheerde activa, en eventueel de beleggingsstrategie en het liquiditeitsprofiel in overweging kunnen nemen, zodat straks een relevant deel van alle ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen op driemaandelijke basis rapporteert.

Voor een doeltreffende monitoring van de ontwikkelingen en een eventuele toename van risico's voor de financiële stabiliteit binnen de ICBE-sector in het algemeen is het nodig dat een groot genoeg deel van alle ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen ten minste eenmaal per jaar toereikende subset aan gegevens rapporteert. In combinatie met de beschikbare gegevens over abi's zou de invoering van jaarlijkse rapportage door een groot genoeg deel van de ICBE-sector het mogelijk maken om algemene ontwikkelingen in de gehele sector beleggingsinstellingen binnen de EU te monitoren. NB: rapportage op jaarbasis zou overeenkomen met de in Richtlijn 2011/61/EU voorgeschreven minimale rapportagefrequentie. Dit zou garanderen dat de risico's voor de financiële stabiliteit die in verband worden gebracht met de sector beleggingsinstellingen, zowel ICBE's als abi's, ten minste eenmaal per jaar gemonitord zouden kunnen worden. Het zou ook nuttige diachrone vergelijkingen mogelijk maken tussen ontwikkelingen bij ICBE's en abi's, alsmede de signalering van mogelijke structurele veranderingen die aan de toename van systeemrisico's zouden kunnen bijdragen.

De Commissie wordt aangeraden bij het bepalen van de instellingen waarvoor een jaarlijkse rapportageplicht zou moeten gelden, het totaal aan beheerde activa van de ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen als criterium te overwegen. Het gebruik van beheerde activa als criterium voor de rapportagevereisten komt overeen met de bestaande praktijken voor het bepalen van rapportagevereisten voor abi's. Bij het bepalen van de instellingen waarvoor jaarlijkse rapportagevereisten zouden moeten gelden, kan de Commissie ook andere kenmerken overwegen, zoals het gebruik van hefboomfinanciering door ICBE's, de voor de berekening van de totale risicopositie gehanteerde methode en de beleggingsstrategie van de ICBE's.

Op grond van Richtlijn 2011/61/EU kunnen voor abi's geldende rapportagefrequenties als benchmark worden gebruikt bij het vaststellen van de rapportagefrequenties voor ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen, die dan in een van de drie rapportagecategorieën zouden vallen (driemaandelijks, jaarlijks of geen rapportageplicht). De huidige rapportagefrequenties⁽¹⁾ voor abi-beheerders die over een vergunning beschikken en die EU-abi's beheren (in lijn met de frequenties voor ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen die alle over een vergunning moeten beschikken en die zijn gevestigd in de EU) kunnen als volgt worden samengevat:

- Abi-beheerders die abi's beheren met een totaal aan beheerde activa boven de abi-drempel van 100 miljoen EUR kunnen voor de opt-in kiezen, een vergunning aanvragen en op jaarbasis informatie rapporteren op het niveau van zowel de abi-beheerder als de abi.
- Als het totaal aan beheerde activa van een abi-beheerder de drempel van 100 miljoen EUR te boven gaat maar onder de drempel van 1 miljard EUR blijft, geldt voor de abi-beheerder een halfjaarlijkse rapportageverplichting op het niveau van zowel de abi-beheerder als de abi's, behalve voor instellingen die meer dan 500 miljoen EUR aan activa beheren.
- Als het totaal aan beheerde activa van een abi-beheerder de drempel van 1 miljard EUR te boven gaat, geldt voor de abi-beheerder een driemaandelijke rapportageverplichting op het niveau van zowel de abi-beheerder als de abi's.

⁽¹⁾ „Richtsnoeren voor rapportageverplichtingen uit hoofde van artikel 3, lid 3, onder d), en artikel 24, leden 1, 2 en 4, van de AIFMD”, (ESMA/2014/869NL). NB: In bovenstaande samenvatting wordt geen rekening gehouden met de rapportagefrequentie van abi's die beleggen in niet-beursgenoteerde ondernemingen en uitgevende instellingen om de zeggenschap te verwerven, een beleggingsstrategie die door ICBE's niet gevolgd kan worden.

De Commissie zou in overleg met ESMA en NBA's kunnen bepalen wat een redelijke benadering zou voor de indeling van ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen in de relevante rapportagecategorieën. Overleg met ESMA en NBA's biedt de mogelijkheid om bij de ontwikkeling van het rapportagekader voor ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen te leren van de opgedane ervaring met rapportage op grond van Richtlijn 2011/61/EU. NB: daarbij zou de Commissie bovendien, in samenspraak met ESMA en NBA's, aan andere doeleinden kunnen denken dan de monitoring van risico's voor de financiële stabiliteit (bv. de bescherming van beleggers) waarvoor frequentere rapportage nodig zou kunnen zijn. Eenmaal vastgesteld zou de rapportage over ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen op een bepaald moment na de invoering moeten worden herzien om te bepalen of de rapportage qua reikwijdte en frequentie geschikt is voor zijn doel.

De Commissie zou moeten streven naar het juiste evenwicht tussen maximale voordelen van meer risicomonitoring en minimale kosten als gevolg van nieuwe rapportageverplichtingen. Op langere termijn zullen waarschijnlijk alle jurisdicties profiteren van een rapportagekader voor ICBE's dat lijkt op de technische rapportagesystemen/-structuren van het rapportagekader dat al functioneert op grond van Richtlijn 2011/61/EU. De overgang op een nieuw rapportagekader voor ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen zal op korte termijn kosten met zich meebrengen, voor zowel de sector beleggingsinstellingen als de toezichthouders. De kosten voor de bevoegde autoriteiten zullen waarschijnlijk variëren, waarbij jurisdicties die op dit moment geen rapportageverplichtingen kennen, mogelijk de grootste financiële lasten wachten. De kosten van een nieuw, uniform ICBE-rapportagekader voor de sector zullen per ICBE-beheermaatschappij waarschijnlijk sterk verschillen. Beleggingsinstellingen die in meerdere jurisdicties ICBE's beheren zullen zich aanvankelijk voor enige extra rapportagekosten geplaatst zien, al zullen zij bemerken dat de totale rapportage efficiënter wordt en ook goedkoper dan de huidige situatie met haar verschillende rapportageregimes en rapportageverplichtingen in verschillende jurisdicties. Ook beheermaatschappijen die zowel ICBE's als abi's beheren, zullen in eerste instantie met geringe kosten worden geconfronteerd en zullen over hun ICBE's rapporteren met behulp van de bestaande rapportagesystemen/-structuren voor hun abi's. Kleine ICBE-beheermaatschappijen die in slechts één jurisdictie ICBE's beheren zullen bij een nieuw ICBE-rapportageregime waarschijnlijk op de korte termijn met de hoogste kosten geconfronteerd worden, aangezien hun efficiencyvoordelen op zijn best gering zullen zijn ten opzichte van het huidige rapportageregime. Nieuwe risicorapportage zal extra administratie- en compliancekosten met zich meebrengen voor het opzetten van het rapportagesysteem en periodieke kosten voor het maken van de rapporten. Deze extra kosten kunnen op hun beurt tot schaalvoordelen leiden en eventueel de structuur van de sector beïnvloeden.

Aanbeveling D(3): geharmoniseerde rapportage en informatie-uitwisseling

NBA's zouden verplicht moeten worden de door ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen gerapporteerde informatie uit te wisselen met andere autoriteiten binnen de EU, met ESMA en met het ESRB. Verplichte uitwisseling van informatie vergemakkelijkt de collectieve analyse van de mogelijke bijdrage van ICBE's aan de toename van systeemrisico's en lukt een gemeenschappelijke reactie uit. Bovendien kunnen een of meer ICBE's op enig moment in een of meer lidstaten voor een kredietinstelling of een andere systeemrelevante instelling een belangrijke bron van tegenpartijrisico vormen. Dit onderstreept opnieuw het belang van een toereikend kader voor de uitwisseling van de gerapporteerde informatie met andere autoriteiten.

De Commissie wordt aangeraden de huidige bepalingen en werkwijzen voor informatie-uitwisseling als bedoeld in Richtlijn 2011/61/EU toe te passen op het nieuwe rapportagekader voor ICBE's⁽¹⁾. Op grond van Richtlijn 2011/61/EU zijn NBA's verplicht de informatie die zij verzamelen over abi-beheerders en abi's met andere autoriteiten, ESMA en het ESRB uit te wisselen. De uitwisseling van informatie tussen ESMA en het ESRB over de gegevens die op grond van Richtlijn 2011/61/EU worden verzameld, is op haar beurt gebaseerd op een memorandum van overeenstemming (MoU). NBA's van de lidstaat van herkomst mogen op periodieke of ad-hocbasis ook om aanvullende informatie verzoeken, buiten het rapportagekader om, als dit nodig wordt geacht voor een doeltreffende monitoring van systeemrisico's. De geharmoniseerde uitwisseling van informatie wordt vanuit Richtlijn 2011/61/EU bovendien nog ondersteund door door ESMA opgestelde technische uitvoeringsnormen waarin de procedures voor de uitwisseling van informatie tussen de NBA's en tussen de NBA's en ESMA worden beschreven.

II.4.2. Onbedoelde effecten

Een nieuw rapportagekader voor ICBE's veroorzaakt kosten voor de gegevensverzamelings- en -uitwisselingsprocessen die door de beheermaatschappijen en de NBA's moeten worden ingevoerd. Bij iedere poging om de rapportage door ICBE's en ICBE-beheermaatschappijen te intensiveren moet men zich dan ook terdege rekenschap geven van het evenredigheidsbeginsel en trachten de bijbehorende kosten te verminderen. Intensievere rapportage door ICBE's zou met name voor kleinere partijen in de sector een onnodige last kunnen vormen. Bij het formuleren van de rapportageverplichtingen dient het rapportagekader voor ICBE's dan ook rekening te houden met de mogelijke bijdrage aan de toename van systeemrisico's van elke afzonderlijke beleggingsinstelling. In het rapportagekader zouden andere manieren gezocht moeten worden om de bijbehorende kosten te verlagen en zou rekening gehouden moeten worden met bestaande rapportagekaders waarvoor de sector en de bevoegde autoriteiten al technische normen hebben opgesteld.

⁽¹⁾ Zie bijvoorbeeld artikelen 50, 52 en 54 van Richtlijn 2011/61/EU.

Omdat een aantal ICBE-beheermaatschappijen ook een vergunning als abi heeft en de rapportage voor ICBE's en abi's op een aantal gebieden waarschijnlijk gelijk is, zou het met name redelijk zijn om de opzet van het rapportagekader voor ICBE's te baseren op het bestaande rapportagekader als bedoeld in Richtlijn 2011/61/EU. Het rapportagekader voor ICBE's dient bovendien zo veel mogelijk rekening te houden met de bestaande rapportageverplichtingen die reeds voor deze instellingen gelden. Met name de door de ECB verzamelde gegevens over de balans van beleggingsinstellingen bevat al uitgebreide informatie over de activa en passiva van beleggingsinstellingen (zie Verordening (EU) nr. 1073/2013 van de Europese Centrale Bank⁽¹⁾). Deze gegevens zijn echter niet beschikbaar voor de gehele EU en zijn over het algemeen niet gedetailleerd genoeg om nuttige inzichten op te leveren over het liquiditeitsrisico en de hefboomfinanciering van beleggingsinstellingen.

II.5. Aanbeveling E: richtsnoeren inzake artikel 25 van Richtlijn 2011/61/EU

II.5.1. Economische redenen en bedoelde effecten

Aanbeveling E(1): beoordeling van met hefboomfinanciering verband houdende systeemrisico's

Beheerders van beleggingsinstellingen zijn verplicht om aan NBA's gedetailleerde gegevens te rapporteren over alle abi's met hefboomfinanciering onder hun beheer. Deze gegevens, die uit wel 301 items kunnen bestaan, omvatten gedetailleerde informatie over de instelling, haar gebruik van hefboomfinanciering, haar omvang, beleggingsstrategieën, voornaamste risicoposities, geografisch zwaartepunt, eigendom en concentratie van beleggers, verhandelde instrumenten, marktrisico, tegenpartijrisicoprofiel, liquiditeitsprofiel (inclusief het terugbetalingsprofiel), en operationele en andere risicoaspecten. NB: wanneer abi's een hefboomfinancieringsratio hebben van meer dan driemaal hun totale intrinsieke waarde, berekend met behulp van de methode op basis van gedane toezeggingen, wordt dit beschouwd als substantieel gebruik van hefboomfinanciering. Beheerders van dergelijke beleggingsinstellingen dienen bovendien ook te rapporteren over hun vijf grootste bronnen van geleend contant geld of geleende effecten.

De gedetailleerde gegevens die aan de NBA's ter beschikking worden gesteld, ondersteunen beoordelingen van met hefboomfinanciering samenhangende systeemrisico's, ook al bieden ze daarnaast amper ruimte voor uiteenlopende nationale benaderingen. Zo bevatten de gerapporteerde gegevens twee maatstaven voor hefboomfinanciering: een brutomaatstaf, en een nettomaatstaf ten behoeve van hefboomfinancieringsposities die worden gebruikt voor saldering of hedging, en autoriteiten kunnen uiteenlopende opvattingen huldigen over de toepassing en interpretatie van deze maatstaven. Bovendien staat uitgebreide rapportage van gegevens nationale verschillen toe over de vraag of het nodig is om bij een beoordeling informatie op te nemen die verder gaat dan het gebruik van hefboomfinanciering. Er kunnen ook verschillen bestaan ten aanzien van de noodzaak om te beoordelen in hoeverre het gebruik van hefboomfinanciering door abi's bijdraagt aan de toename van systeemrisico's.

Doordat de abi-sector internationaal van aard is, is verdergaande coördinatie nodig van de beoordeling van met hefboomfinanciering samenhangende systeemrisico's en eventuele corrigerende maatregelen. Voor abi's geldt over het algemeen dat zij beleggen in en banden hebben met financiële instellingen in andere landen, wat betekent dat de mogelijke economische gevolgen van de schuldenafbouw of het faillissement van beleggingsinstellingen niet beperkt blijft tot de jurisdicties waarin de abi's zijn gevestigd. Het is voor abi-beheerders en/of hun beleggingsinstellingen ook relatief eenvoudig om naar een andere jurisdictie te verhuizen, wat het belang van een sterker gecoördineerde benadering van beoordelingen en eventuele corrigerende maatregelen verder onderstreept.

Om te garanderen dat de NBA's, bij het bepalen of aan de voorwaarden voor de invoering van hefboomfinancieringsmaatregelen is voldaan, een consistente benadering volgen, zou ESMA om te beginnen richtsnoeren voor een gemeenschappelijke set indicatoren moeten uitgeven. Die richtsnoeren zouden het effectieve gebruik van de uitgebreide informatie die op grond van Richtlijn 2011/61/EU aan de NBA's ter beschikking wordt gesteld, vergemakkelijken en de NBA's stimuleren om te beoordelen in hoeverre het gebruik van hefboomfinanciering binnen de abi-sector bijdraagt aan de toename van systeemrisico's. Voor de operationalisering van beleidsmaatregelen als bedoeld in artikel 25 van Richtlijn 2011/61/EU, waaronder begrepen macroprudentiële hefboomfinancieringslimieten of andere beperkingen aan het beheer van abi's, is een kader nodig waarmee beoordeeld kan worden of maatregelen die uiteindelijk op abi-niveau worden genomen, de bijdrage van hefboomfinanciering aan het ontstaan van systeemrisico's binnen de abi-sector doeltreffend beperkt.

Om geharmoniseerd gebruik van de indicatoren te ondersteunen, wordt ESMA verder aangeraden richtsnoeren uit te vaardigen voor de interpretatie van de indicatoren. ESMA is momenteel bezig een gegevensset op EU-niveau op te zetten, waarin alle gegevens worden opgenomen die op nationaal niveau aan de NBA's worden gerapporteerd op grond van Richtlijn 2011/61/EU. Zodra deze gegevensset beschikbaar is, zou ESMA er een kwantitatief perspectief mee moeten kunnen ontwikkelen op de interpretatie van de indicatoren binnen het beoordelingskader, bv. door basisoverzichten van afzonderlijke indicatoren te bestuderen, zoals de gemiddelde, de mediaan, de minimum en de maximum gerapporteerde waarden en de verdeling van gerapporteerde waarden.

⁽¹⁾ Verordening (EU) nr. 1073/2013 van de Europese Centrale Bank van 18 oktober 2013 houdende statistieken betreffende de activa en passiva van beleggingsfondsen (ECB/2013/38) (PB L 297 van 7.11.2013, blz. 73).

Het beoordelingskader dient indicatoren te omvatten voor het niveau, de herkomst en de verschillende gebruiksvormen van hefboomfinanciering. Financiële hefboomfinanciering door middel van leningen of effectenfinancieringstransacties kan tot hogere kredietkosten of hogere margevereisten leiden en zo het financieringsliquiditeitsrisico van een beleggingsinstelling vergroten. Het gebruik van synthetische hefboomfinanciering vergroot dan weer de gevoeligheid van een instelling voor schokken op de derivatenmarkten en het risico dat margestortingen voortvloeiend uit geringe neerwaartse prijsfluctuaties een abi kunnen dwingen activa met spoed te verkopen.

In het kader moet zo goed mogelijk worden vastgelegd via welke kanalen systeemrisico's zich kunnen voordoen, zoals hieronder toegelicht.

- a) **De mogelijke bijdrage van afzonderlijke abi's en de abi-sector als geheel aan het risico van *fire sales*.** Eén aspect van het risico van *fire sales* is het terugbetalingsprofiel van een abi. Abi's die terugbetaling van rechten op korte termijn (met name dagelijks) mogelijk maken en met korte kennisgevingstermijnen werken, zijn gevoelig voor een „run” door beleggers, met eventuele *fire sales* tot gevolg. Een ander aspect van het terugbetalingsprofiel van een abi is het beleggersbestand: een vrij hoge concentratie van een bepaald type belegger, met name in combinatie met een korte terugbetalingstermijn, vergroot het risico van *fire sales*, omdat deze dan al uitgelokt kunnen worden wanneer slechts één of een paar beleggers besluiten hun aandelen te gelde te maken. Het tweede aspect van het risico van *fire sales* is het liquiditeitsprofiel van een abi. De liquiditeit van de portefeuille van een abi bepaalt in hoeverre de abi in staat is aan terugbetalingsverzoeken te voldoen en margestortingen te doen zonder tot een *fire sale* van activa te hoeven overgaan. Of een abi delen van haar portefeuille kan liquideren, is in hoge mate afhankelijk van de kenmerken van deze portefeuille. Aspecten als een sterke concentratie van tegenpartijrisicoposities of van één bepaald instrument vergroten de kans dat een abi bij het faillissement van een tegenpartij tot een *fire sale* van activa moet overgaan. Deze effecten kunnen nog verder worden versterkt als er sprake is van complexe portefeuilles (portefeuilles waarin verhoudingsgewijs veel otc-instrumenten worden verhandeld of zekerheden vele malen worden hergebruikt).
- b) **De verwevenheid van abi's en de abi-sector als geheel met financiële instellingen.** Het gebruik van hefboomfinanciering kan het risico vergroten dat een abi in een financiële noodsituatie terechtkomt. Die problemen kunnen vervolgens worden doorgegeven aan de tegenpartijen van de abi en aan het bredere financiële stelsel (het „tegenpartijkanaal”). Tot die tegenpartijen kunnen banken of brokers behoren die directe handelsrelaties onderhouden met, of financiering hebben verstrekt aan, een abi met hefboomfinanciering. Een abi met hefboomfinanciering kan ook risico's doorgeven aan het mondiale financiële stelsel via haar verwevenheid met beleggers en haar financiering van andere financiële intermediairs en bedrijven (het „verwevenheidskanaal”). De directe verwevenheid met financiële instellingen kan onder andere worden vastgesteld door de concentratie van tegenpartijrisicoposities in een abi te bepalen. De directe verwevenheid van abi's met financiële instellingen kan ook tot uiting komen in het beleggersbestand en de portefeuillebeleggingen van de abi.
- c) **De directe of indirecte betrokkenheid van afzonderlijke abi's en de abi-sector als geheel bij kredietbemiddeling.** Wanneer de kredietcyclus omslaat, kunnen abi's met hefboomfinanciering bijdragen aan buitensporige kredietbemiddeling en aan het risico van onderbrekingen in het kredietbemiddelingsproces. Door hefboomfinanciering te gebruiken kunnen abi's meer krediet verlenen direct aan de reële economie of sterkere kredietbemiddeling door banken faciliteren. Wat dat laatste betreft: abi's kunnen de bankensector direct financieren, ze kunnen in gestructureerd krediet beleggen en ze kunnen kredietrisico op zich nemen via derivaten. Er kunnen zich systeemrisico's voordoen wanneer er plotseling een einde komt aan de verstrekking van liquiditeit en kortlopende financiering aan financiële instellingen, wanneer de marktliquiditeit voor financiële instrumenten die van belang zijn voor kredietbemiddeling opeens minder wordt, of wanneer risico's onvoldoende gespreid worden ⁽¹⁾.

ESMA zou richtsnoeren moeten uitvaardigen voor een beoordelingskader dat werkbaar is. De kanalen waardoor systeemrisico's kunnen worden doorgegeven kunnen in theorie weliswaar in grote lijnen afgebakend worden, ze zijn met elkaar verweven en zullen elkaar in de praktijk waarschijnlijk versterken. Bovendien zijn de onderliggende mechanismen voor de verspreiding van systeemrisico's via deze kanalen mogelijk complex en aan verandering onderhevig. Dat betekent dat de bijdrage van abi's aan systeemrisico's zich niet gemakkelijk laat meten met losse indicatoren, zodat een compromis moet worden gevonden tussen een eenvoudig en werkbaar kader en een kader dat complexer en lastiger uitvoerbaar is. Een leidend beginsel zou moeten zijn dat indicatoren alleen in het kader worden opgenomen als ze het aanzienlijk gemakkelijker maken om de bijdrage van abi's en de abi-sector als geheel aan met hefboomfinanciering verband houdende systeemrisico's te beoordelen.

⁽¹⁾ Bengtsson, E., „Investment funds, shadow banking and systemic risk.” *Journal of Financial Regulation and Compliance*, deel 24, nr. 1, blz. 60-73.

De richtsnoeren van ESMA voor het beoordelingskader zouden NBA's bovendien voldoende handvatten moeten bieden om hun besluiten tot het nemen van macroprudentiële beleidsmaatregelen toe te lichten. De NBA/NBA's van de lidstaat van herkomst van de abi-beheerder zou/zouden ESMA, het ESRB en de NBA's van de abi's haar/hun redenen moeten geven voor alle macroprudentiële maatregelen die zij neemt/nemen om de mate te beperken waarin het gebruik van hefboomfinanciering bijdraagt aan het ontstaan van systeemrisico's in het financiële stelsel of van het risico van wanorde op de markten ⁽¹⁾. ESMA zou vervolgens advies moeten verlenen over de maatregel en ook ingaan op de vraag of aan de voorwaarden voor een beleidsmaatregel voldaan lijkt te zijn ⁽²⁾. Met een gedetailleerd beoordelingskader waaraan NBA's zich kunnen houden, wordt het waarschijnlijker dat de NBA's en ESMA het eens worden over de noodzaak een maatregel door te voeren.

Tabel 4 geeft een voorbeeld van een set gemeenschappelijke indicatoren die in het aanbevolen beoordelingskader opgenomen zouden kunnen worden. De indicatoren zijn afkomstig uit analyses van de ECB en De Nederlandsche Bank (DNB) ⁽³⁾, van de Oesterreichische Nationalbank (OeNB) ⁽⁴⁾ en van de Britse FCA ⁽⁵⁾. De indicatoren vergemakkelijken een beoordeling van het niveau, de herkomst en de verschillende toepassingen van hefboomfinanciering en beogen zo veel mogelijk te bepalen via welke kanalen systeemrisico's zich kunnen voordoen. Alle indicatoren kunnen worden geformuleerd met behulp van de informatie die op grond van artikel 24 van Richtlijn 2011/65/EU aan de NBA's wordt gerapporteerd.

Tabel 4

Voorbeeld van een set indicatoren t.b.v. een kader voor de beoordeling van door beleggingsinstellingen gevormde risico's voor de financiële stabiliteit

		INDICATOR		BESCHRIJVING	ID DATAVELDEN AIFMD-DATATEM-PLATE
		nr.	NAAM		
1. RISICO MARKTIMPACT	Grootte	1.1	Netto blootstelling	Intrinsieke waarde (IW) x hefboom o.b.v. gedane toezeggingenmethode	53, 295
		1.2	Intrinsieke waarde	IW	53
2. FIRE-SALERISICO	Hefboom-financiering	2.1	Netto hefboomfinanciering	Hefboomfinanciering o.b.v. gedane toezeggingenmethode	295
		2.2	Bruto > netto hefboomfinanciering	Bruto hefboomfinanciering / hefboomfinanciering o.b.v. gedane toezeggingen, als maatstaf voor salderings- en hedgerelaties	294, 295
	Terugbetalingsprofiel	2.3	Terugbetalingstermijn	Minimum aantal dagen dat beleggers moeten wachten voordat ze kunnen uitstappen	194, 195, 196

⁽¹⁾ Zie bijvoorbeeld artikel 25 van Richtlijn 2011/61/EU.

⁽²⁾ Zie bijvoorbeeld artikel 25, lid 6, van Richtlijn 2011/61/EU.

⁽³⁾ Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. en 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”, gezamenlijk Occasional Paper van de ECB en DNB.

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

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

		INDICATOR		BESCHRIJVING	ID DATAVELDEN AIFMD-DATATEM-PLATE
		nr.	NAAM		
	Liquiditeitsmismatch	2.4	Terugbetalingstermijn minus waargenomen portefeuilleliquiditeit in dagen	Minimum aantal dagen dat beleggers moeten wachten voordat ze kunnen uitstappen, minus door beheerder gemelde portefeuilleliquiditeit	194, 195, 196, 178-184
		2.5	Ratio IW / zeer liquide activa	Onder zeer liquide activa vallen contanten en andere liquiditeiten (deposito's, kortlopend schuld papier, enz.), beursgenoteerde aandelen, door financiële instellingen uitgegeven „investment grade” effecten, staatsobligaties uit EU- en niet-EU-G10-landen, aandelen in beleggingsinstellingen	53, 123
		2.6	Aandeel illiquide activa (in % IW)	Onder illiquide activa vallen fysieke goederen, niet-beursgenoteerde aandelen, „non-investment grade” converteerbare en bedrijfsobligaties en leningen.	53, 123
	Concentratie van beleggers en tegenpartijen	2.7	Concentratie van beleggers	Percentage IW in handen van 5 grootste beleggers	118
		2.8	Tegenpartijconcentratie	Totale netto kredietrisicopositie t.a.v. 5 grootste tegenpartijen (in % IW)	165
	3. RISICO DIRECTE OVER-LOOPEFFECTEN NAAR FINANCIËLE INSTELLINGEN	Banden via beleggingen	3.1	Beleggingen in financiële instellingen	Waarde longposities in door financiële instellingen uitgegeven beursgenoteerde aandelen en bedrijfsobligaties, als % IW
3.2			Beleggingen in gestructureerde en gesecuriteerde producten (in % IW)	Totaal aan longposities in ABS, RMBS, CMBS, AMBS, ABCP, CDO's, CLO's, ETP's, gestructureerde certificaten, enz. in % IW	53, 123

		INDICATOR		BESCHRIJVING	ID DATAVEL- DEN AIFMD- DATATEM- PLATE
		nr.	NAAM		
Banden via beleggersbestand	3.3	Banken in beleggersbestand (in % IW)	Directe banden met financiële instellingen als belegger	209	
	3.4	Verzekeraars in beleggersbestand (in % IW)			
	3.5	Pensioenfondsen in beleggersbestand (in % IW)			
	3.6	Beleggingsinstellingen in beleggersbestand (in % IW)			
	3.7	Andere financiële instellingen in beleggersbestand (in % IW)			
4. RISICO VERSTORING DIRECTE KREDIETBEMIDDELING	4.1	Beleggingen in bedrijfsobligaties (in % IW)	Totaal aan longposities in bedrijfsobligaties en niet door financiële instellingen uitgegeven converteerbare obligaties (IG en non-IG), in % IW	53, 123	
	4.2	Beleggingen in bedrijfskredieten (in % IW)	Hefboom- en andere kredieten in % IW	53, 123	

Aanbeveling E(2): macroprudentiële hefboomfinancieringslimieten

ESMA kan de NBA's helpen hefboomfinancieringslimieten te operationaliseren door richtsnoeren voor mogelijke ontwerpen van deze limieten uit te vaardigen, die tevens voorzien in een beoordeling van de effectiviteit en efficiëntie daarvan. Richtlijn 2011/61/EU staat beperking van hefboomfinanciering toe als deze bijdraagt aan „een toename van het systeemrisico in het financiële stelsel”, maar geeft verder geen richtsnoeren voor het ontwerp van limieten. NBA's kunnen voordeel hebben van ESMA-richtsnoeren voor het ontwerp van hefboomfinancieringslimieten, terwijl ESMA kan voortbouwen op Aanbeveling ESRB/2013/1 van het Europees Comité voor systeemrisico's⁽¹⁾. Het ESRB raadt autoriteiten aan macroprudentiële instrumenten te ontwerpen waarmee de beleidsdoelen op effectieve en efficiënte wijze bereikt kunnen worden.

Hefboomfinancieringslimieten voor abi's mogen als effectief gelden indien zij het risico aanpakken van i) fire sales, ii) overloopeffecten naar financiële tegenpartijen en iii) ontregeling van de kredietbemiddeling. Doordat hefboomfinancieringslimieten deze vormen van marktfalen aanpakken, ondersteunen ze de financiële stabiliteit. Voor de tussenliggende doelstellingen van het ESRB geldt dat limieten aan hefboomfinanciering gericht zijn op het „risico van buitensporige hefboomfinanciering”⁽²⁾. Systeembrede hefboomfinanciering is buitensporig wanneer deze economieën vatbaar maakt voor kostbare financiële crises.

Voor efficiënte hefboomfinancieringslimieten is het nodig dat het instrument eenvoudig is en dat de onbedoelde effecten beperkt worden gehouden. Autoriteiten moeten limieten kiezen die gemakkelijk te kalibreren en toe te passen zijn, want dit bevordert de transparantie en voorkomt nietsdoen. Bovendien moeten onbedoelde gevolgen beperkt worden gehouden en moeten hefboomfinancieringslimieten bestand zijn tegen manipulatie („gaming”) en arbitrage door marktpartijen. Hefboomfinancieringslimieten dienen verder in verhouding te staan tot het systeemrisico dat het hefboomgebruik van de beleggingsinstelling veroorzaakt, opdat de sector in staat blijft de economie waardevolle diensten te verlenen. Zo moet het voor instellingen mogelijk blijven uiteenlopende, actieve strategieën te volgen die bij gespannen marktsituaties schokken kunnen opvangen. Bij hun beoordeling van de noodzaak van hefboomfinancieringslimieten en van de soorten limieten die in verhouding staan tot de systeemrisico's, zouden autoriteiten een risicoanalyse moeten doen op basis van gegevens die zijn verzameld op grond van Richtlijn 2011/61/EU en van de risicoindicatoren uit een gemeenschappelijk risicobeoordelingskader. (De ontwikkeling daarvan wordt door ESMA geopperd in aanbeveling E1.)

Ter informatie van ESMA geeft tabel 5 een voorbeeld van een kader voor de evaluatie van de effectiviteit en de efficiëntie van verschillende ontwerpopties voor hefboomfinancieringslimieten. Bij wijze van voorbeeld worden in de tabel drie ontwerpopties voor constante hefboomfinancieringslimieten geanalyseerd en worden cyclische limieten besproken. Deze voorbeelden zijn niet uitputtend en de onderstaande evaluatie dient beschouwd te worden als een voorbeeld van het gebruik van een kader voor de analyse van verschillende ontwerpopties.

Eén uniforme limiet is weliswaar gemakkelijk toepasbaar, maar zou grote onbedoelde gevolgen kunnen hebben. Zo'n limiet kan een effectief middel zijn om met hefboomfinanciering verband houdende systeemrisico's te beperken als een groot deel van de sector beleggingsinstellingen eraan gebonden is. Deze benadering kan echter het onbedoelde gevolg hebben dat sommige businessmodellen niet langer levensvatbaar zijn, met mogelijke ernstige negatieve gevolgen voor de liquiditeit van verschillende producten in de mondiale financiële markten. Bovendien kan een beperkende uniforme („one-size-fits-all”) limiet het vermogen van de sector om marktschokken op te vangen aanzienlijk verminderen, voor zover beheerders actief en tegen de marktontwikkelingen in beleggen. Aangezien dergelijke limieten de activiteiten van de abi-sector aanzienlijk kunnen beperken, bestaat tot slot het risico dat activiteiten zich verplaatsen naar andere, minder strikt gereuleerde delen van de financiële sector.

Hefboomfinancieringslimieten op basis van het type beleggingsinstelling en/of het instellingsprofiel kunnen voor NBA's een nuttig instrument zijn voor de korte tot middellange termijn. Door hefboomfinancieringslimieten te onderscheiden op basis van het type instelling en/of het instellingsprofiel kunnen de autoriteiten zich effectief op de instellingen richten die het meest bijdragen aan het systeemrisico, waardoor ze tegelijk de structurele kwetsbaarheden van de sector aanpakken. Voor een onderscheid naar instellingsprofiel zijn verschillende opties het overwegen waard. Autoriteiten die het risico van fire sales willen aanpakken, kunnen bijvoorbeeld overwegen limieten in te stellen voor instellingen die terugbetalingen met een korte kennisgevingstermijn mogelijk maken of die in minder liquide activa beleggen. Een ander voorbeeld zou zijn dat autoriteiten die bezorgd zijn over besmetting overwegen hefboomfinancieringslimieten op te leggen aan instellingen met een grote of geconcentreerde blootstelling aan andere financiële instellingen. ESMA zou autoriteiten kunnen helpen door richtsnoeren uit te vaardigen voor de profilering van beleggingsinstellingen,

⁽¹⁾ Aanbeveling ESRB/2013/1 van het Europees Comité voor systeemrisico's van 4 april 2013 inzake tussenliggende doelstellingen en instrumenten van macroprudentieel beleid (PB C 170 van 15.6.2013, blz. 1).

⁽²⁾ Zie bijvoorbeeld Aanbeveling ESRB/2013/1 voor een overzicht van tussenliggende doelstellingen en een inventarisatie van bestaande en mogelijke macroprudentiële instrumenten.

met als doel de met hefboomfinanciering samenhangende risico's te beoordelen en macroprudentiële hefboomfinancieringslimieten in te stellen. Autoriteiten zouden de verschillen in de totale hefboomfinancieringsniveaus ook kunnen ondervangen door voor elk type beleggingsinstelling andere limieten te stellen. Een nadeel hiervan is dat abi's zouden kunnen proberen de limieten te manipuleren door te pogen in een gunstiger categorie terecht te komen ⁽¹⁾. Het kan daarom gerechtvaardigd zijn criteria op te leggen voor de indeling van abi's in categorieën.

Tabel 5

Een mogelijk kader voor de evaluatie van de effectiviteit en efficiëntie van ontwerpopties voor hefboomfinancieringslimieten

	Ontwerpopties voor hefboomfinancieringslimieten	Constate hefboomfinancieringslimieten			Cyclische hefboomfinancieringslimieten
		1	2	3	
		Eén uniforme limiet	Limieten per instellingstype	Limieten per instellingsprofiel	
Effectiviteit	Fire sales	Effectieve manier om al het marktfalen te voorkomen als de limiet bindend is voor een groot deel van de instellingen met hefboomfinanciering	Effectieve manier om al het marktfalen te voorkomen als de limieten bindend zijn voor een groot deel van de instellingen met hefboomfinanciering	Effectief voor instellingen met hefboomfinanciering en naar verhouding illiquide portefeuilles en/of korte terugbetalingstermijnen	Mettertijd veranderende toepassing van ontwerpopties 1 tot en met 3. De ontwerpen hebben dan hetzelfde effect, maar de cyclische hefboomfinancieringslimieten zijn beter geschikt om de toename van risico's tijdens de opleving van de financiële cyclus en het zich voordoen van risico's tijdens de neergang te beperken
	Tegenpartij en verwevenheid — externaliteit			Effectief voor instellingen met hefboomfinanciering en sterke, directe banden met financiële instellingen	
	Buitensporige kredietbemiddeling			Effectief voor instellingen met hefboomfinanciering die beleggen in bedrijfsobligaties en leningen	
Efficiëntie	Evenredig	Bepaalde instellingstypen (bv. hedgefondsen) bij lage limiet niet langer levensvatbaar; hoge limiet voorkomt gehele toename van hefboomfinanciering niet	Limieten zijn gericht op instellingen met relatief grote hefboom (bv. hedgefondsen), maar maken geen onderscheid tussen risicoprofielen binnen een instellingstype	Limieten zijn gericht op verschillende risicoprofielen van algemene instellingen, voor alle instellingstypen	Evenredigheid afhankelijk van gekozen ontwerpopatie

⁽¹⁾ Volgens Richtlijn 2011/61/EU mogen de beheerders bepalen tot welk type de instelling gerekend wordt.

	Ontwerpopties voor hefboomfinancieringslimieten	Constance hefboomfinancieringslimieten			Cyclische hefboomfinancieringslimieten
		1	2	3	
		Eén uniforme limiet	Limieten per instellingstype	Limieten per instellingsprofiel	
	Bestand tegen manipulatie en arbitrage	Geen ruimte voor manipulatie en arbitrage	Enige ruimte voor manipulatie en arbitrage, want gemengde fondsen zouden kunnen proberen in een gunstiger fondscategorie te komen	Mogelijkheden voor manipulatie en arbitrage onwaarschijnlijk bij een klein aantal scherp gedefinieerde profielen	Ruimte voor manipulatie en arbitrage afhankelijk van gekozen ontwerpoptie
	Complexiteit van de kalibratie	Eenvoudigste ontwerpoptie	Vrij eenvoudig met klein aantal streng gedefinieerde instellingstypen	Vrij eenvoudig met klein aantal streng gedefinieerde instellingsprofielen	Vereist een indicator voor de hefboomfinancieringscyclus en een maatstaf voor de bijdrage van instellingen, wat de kalibratie extra complex maakt

Bron: Tabel 4.1 uit Van der Veer et al. (2017).

Op de lange duur zou cyclische hefboomfinanciering ook onderzocht kunnen worden. Autoriteiten kunnen ook overwegen om een bepaald ontwerp hefboomfinancieringslimiet (één uniforme limiet, instellingstype of instellingsprofiel) cyclisch toe te passen. Vergeleken met constante limieten zijn cyclische limieten beter geschikt om de toename dan wel het zich voordoen van risico's in respectievelijk de opleving en de neergang van de financiële cyclus te dempen. Op korte tot middellange termijn is een cyclische benadering echter niet haalbaar, omdat deze een maatstaf voor de financiële cyclus vereist en een indicator van de bijdrage van de financiële instelling daaraan, wat deze maatregel extra complex zou maken. De aandacht op korte termijn zou moeten uitgaan naar constante limieten, waarbij dezelfde benadering van hefboomfinancieringslimieten wordt gevolgd als in Bazel III. Cyclische limieten zouden onderzocht kunnen worden wanneer de autoriteiten eenmaal meer ervaring hebben opgedaan met constante limieten.

Hefboomfinancieringslimieten zouden gebaseerd moeten worden op de hefboomfinancieringsmaatregelen als bedoeld in Richtlijn 2011/61/EU teneinde een consistente toepassing en transparantie te waarborgen en toezichtarbitrage te voorkomen. De toepassing van gemeenschappelijke maatregelen voor hefboomfinanciering helpt autoriteiten te komen tot een consistente toepassing van hefboomfinancieringslimieten in Europa. Het maakt de beleidsmaatregel bovendien transparanter en gemakkelijker uit te voeren. Verder helpen gemeenschappelijke maatregelen om toezichtarbitrage door beheerders van beleggingsinstellingen tegen te gaan. Aangezien het meten van hefboomfinanciering zeer complex is, bouwen autoriteiten in het beste geval voort op bestaande concepten en maatstaven voor de rapportage van hefboomfinanciering zoals bedoeld in Richtlijn 2011/61/EU.

Periodieke herziening van hefboomfinancieringslimieten leidt tot: i) verbeteringen op grond van ervaringen en ii) afstemming op internationale standaarden. Men zou kunnen stellen dat de hefboomfinancieringsmaatregelen als bedoeld in Richtlijn 2011/61/EU momenteel niet sluitend gedefinieerd zijn, of dat zij uiteindelijk uit de pas zullen lopen met internationale standaarden (zoals die van de IOSCO). Een groot voordeel van het gebruik van de hefboomfinancieringsmaatregelen als bedoeld in Richtlijn 2011/61/EU is echter dat automatisch en consequent rekening wordt gehouden met eventuele toekomstige verbeteringen in de meting van hefboomfinanciering, indien er een proces voor regelmatige herziening bestaat. Een dergelijk herzieningsproces kan eveneens zorgen voor consistentie met internationale standaarden (FSB, IOSCO). Periodieke herziening van de hefboomfinancieringslimiet zou aansluiten bij Aanbeveling ESRB/2013/1⁽¹⁾.

Richtsnoeren inzake de criteria voor toepassing van hefboomfinancieringslimieten helpen NBA's deze limieten te operationaliseren. Duidelijke richtsnoeren vergroten de consistente toepassing in Europa en verminderen nietsdoen.

⁽¹⁾ Zie bijvoorbeeld aanbeveling D in ESRB/2013/1.

ESMA zou autoriteiten kunnen helpen hefboomfinancieringslimieten te operationaliseren door richtsnoeren voor hen uit te vaardigen met manieren om een evenwicht te vinden tussen op regels gebaseerde maatregelen en oordeelsvrijheid bij de toepassing van maatregelen. Er dient een evenwicht te worden gevonden tussen het gemak waarmee op regels gebaseerde maatregelen kunnen worden ingevoerd en de flexibiliteit om bij de toepassing daarvan oordeelsvrijheid te betrachten.

Aanbeveling E(3): kennisgevingsprocedure

ESMA zou voor besluiten die NBA's op grond van artikel 25 van de AIFMD nemen, een duidelijke kennisgevingsprocedure moeten opzetten. Met zo'n geharmoniseerde procedure kunnen NBA's ESMA efficiënt informeren. Bovendien stelt zo'n procedure ESMA en het ESRB in staat deze kennisgevingen op effectieve en efficiënte wijze te analyseren.

Aanbeveling E(4): benchmarking

Ter verdere bevordering van een degelijk, effectief en consistent niveau van regelgeving en toezicht wordt ESMA aangeraden de wijze waarop de NBA's de bevoegdheden uitoefenen die hun zijn toegekend uit hoofde van artikel 25, lid 3, van Verordening 2011/61/EU, te benchmarken. Deze benchmarks zouden een aanwijzing kunnen geven voor de omstandigheden waaronder de bevoegdheden zijn uitgeoefend en de vereisten die zijn opgelegd om verschillende situaties aan te pakken. Dit kan helpen om best practices op het spoor te komen. Verder zou ESMA de uitkomsten van deze benchmarks onder haar leden moeten bespreken en kennis over de acties van NBA's moeten uitwisselen met nationale autoriteiten voor macroprudentieel toezicht en het ESRB.

Hoewel de uitkomsten van de benchmarks niet bindend zijn, kunnen de NBA's ze als inspiratie voor hun eigen werkwijze gebruiken. Zo zijn er bijvoorbeeld benchmarks gehouden van de NBA-beoordelingen van interne benaderingen voor de berekening van eigenvermogensvereisten door banken⁽¹⁾ en herstelplansen scenario's als bedoeld in Richtlijn 2014/59/EU van het Europees Parlement en de Raad⁽²⁾ (3). Uit deze exercities blijkt het nut van benchmarks bij het vergelijken van toezichtpraktijken, wat de convergentie ervan bevordert, en bij het verbeteren van de besluitvorming bij NBA's, terwijl tegelijkertijd de oordeelsvrijheid van de toezichthouder gehandhaafd blijft. Zulke benchmarks zouden ook kunnen worden benut ten behoeve van gedelegeerde handelingen van de Commissie krachtens artikel 25, lid 9, van Richtlijn 2011/61/EU (beginselen die de omstandigheden bepalen waaronder NBA's de bevoegdheden krachtens artikel 25, lid 3, uitoefenen, rekening houdend met de verschillende strategieën van abi's, de verschillende marktomstandigheden waaronder abi's actief zijn en eventuele procyclische effecten van toepassing van de bepalingen).

II.5.2. Onbedoelde effecten

Er is sprake van een uitruil tussen enerzijds de mate van harmonisatie en anderzijds de discretionaire bevoegdheden die nationale bevoegde autoriteiten ter beschikking staan. Deze aanbeveling beoogt een geharmoniseerde benadering van de operationalisering van artikel 25 te bevorderen, hetgeen enige beperkingen aan de discretionaire bevoegdheden van NBA's impliceert. Sterker nog, ESMA's bevoegdheid om richtsnoeren uit te vaardigen is gericht op de bevordering van convergentie in het toezicht. Een extreem effect hiervan zou echter kunnen zijn dat richtsnoeren van ESMA over het risicobeoordelingskader en het ontwerp, de kalibratie en de invoering van macroprudentiële limieten aan hefboomfinanciering, voor NBA's onbedoelde barrières opwerpen bij de uitoefening van hun discretionaire bevoegdheden ten aanzien van de invoering van macroprudentiële hefboomfinancieringslimieten bij abi's die worden beheerd door beheerders binnen hun jurisdictie.

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

(2) Richtlijn 2014/59/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende de totstandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Richtlijn 82/891/EEG van de Raad en de Richtlijnen 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU en 2013/36/EU, en de Verordeningen (EU) nr. 1093/2010 en (EU) nr. 648/2012, van het Europees Parlement en de Raad (PB L 173 van 12.6.2014, blz. 190).

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

Referenties

Aanbeveling ESRB/2012/1 van het Europees Comité voor systeemrisico's van 20 december 2012 inzake geldmarktfondsen (PB C 146 van 25.5.2013, blz. 1).

Aanbeveling ESRB/2013/1 van het Europees Comité voor systeemrisico's van 4 april 2013 inzake tussenliggende doelstellingen en instrumenten van macroprudentieel beleid (PB C 170 van 15.6.2013, blz. 1).

Aanbeveling ESRB/2014/1 van het Europees Comité voor systeemrisico's van 18 juni 2014 inzake ESRB-richtsnoeren voor het vaststellen van anticyclische bufferpercentages (PB C 293 van 2.9.2014, blz. 1).

Bank of England (2015), *Financial Stability Report*, nr. 38, december.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, nr. 39, december, blz. 8.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, nr. 40, november.

Bengtsson, E. (2016), „Investment funds, shadow banking and systemic risk”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, deel 24, nr. 1, blz. 60-73.

Clerc, L., Giovannini, A., Langfield, S., Peltonen, T., Portes, R. en Scheicher, M. (2016), „Indirect contagion: the policy problem”, *ESRB Occasional Paper Series*, nr. 9, januari.

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

Comité van Europese effectenregelgevers (2010), „CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS, *Feedback Statement*, juli.

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, toespraak voor de gezamenlijke conferentie van de Europese Commissie en de Europese Centrale Bank over Europese financiële integratie en stabiliteit, Frankfurt am Main, Duitsland, april.

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

Europees Comité voor Systeemrisico's (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, nr. 1, juli.

Europees Comité voor Systeemrisico's (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, nr. 2, mei.

Europese Autoriteit voor effecten en markten (2014), *Richtsnoeren voor rapportageverplichtingen uit hoofde van artikel 3, lid 3, onder d), en artikel 24, leden 1, 2 en 4, van de AIFMD*, (ESMA/2014/869NL), augustus.

Europese Autoriteit voor effecten en markten (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, nr. 2.

Europese Autoriteit voor effecten en markten (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, ESMA/2016/596 Advies, april, beschikbaar op: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf

Europese Bankautoriteit (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, rapport beschikbaar op: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

Europese Bankautoriteit (2015), *Recovery Planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, december, rapport beschikbaar op: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Europese Centrale Bank (2016), *Financial Stability Review*, mei.

Europese Commissie (2012), *Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) — Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments*, beschikbaar op: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm

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

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

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

Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 231/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van vrijstellingen, algemene voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening, bewaarders, hefboomfinanciering, transparantie en toezicht (PB L 83 van 22.3.2013, blz. 1).

Internationale organisatie van effectencommissies (2015), *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members*, eindrapport, FR28/2015, december.

Internationale organisatie van effectencommissies (2017), *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management — Good Practices and Issues for Consideration*, raadplegingsrapport, CR05/2017, juli.

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

Lehecka, G. en Ubl, E. (2015), „Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer”, *OeNB Financial Stability Report*, nr. 30, december.

Maijoor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, toespraak voor de ESRB-workshop over schaduwbankieren, Frankfurt am Main, Duitsland, mei.

Marriage, M. (2016), *Contagion worries rise over property fund suspension*, juli, beschikbaar op: <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*, juli, beschikbaar op: <http://uk.businessinsider.com/guide-why-uk-property-fund-suspensions-trigger-financial-crisis-risks-analysis-2016-7>

Raad voor financiële stabiliteit (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, januari.

Richtlijn 2007/16/EG van de Commissie van 19 maart 2007 tot uitvoering van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) wat de verduidelijking van bepaalde definities betreft (PB L 79 van 20.3.2007, blz. 11).

Richtlijn 2010/43/EU van de Commissie van 1 juli 2010 tot uitvoering van Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft organisatorische eisen, belangenconflicten, bedrijfsvoering, risicobeheer en inhoud van de overeenkomst tussen een bewaarder en een beheermaatschappij (PB L 176 van 10.7.2010, blz. 42).

Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (PB L 302 van 17.11.2009, blz. 32).

Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010 (PB L 174 van 1.7.2011, blz. 1).

Richtlijn 2014/59/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende de totstandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Richtlijn 82/891/EEG van de Raad en de Richtlijnen 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU en 2013/36/EU en de Verordeningen (EU) nr. 1093/2010 en (EU) nr. 648/2012, van het Europees Parlement en de Raad (PB L 173 van 12.6.2014, blz. 190).

Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (PB L 173 van 12.6.2014, blz. 349).

U.S. Securities and Exchange Commission (2016), Investment Company Liquidity Risk Management Programs, 17 CFR Parts 210, 270, 274, nummers 33-10233, IC-32315, dossier nr. S7-16-15 RIN 3235-AL61, beschikbaar op: <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. en Weistroffer, C. (2016), „Towards a framework for calibrating macroprudential leverage limits for alternative investment funds”, Special Feature „A”, *ECB Financial Stability Review*, november, blz. 123-133.

Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. en 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*, gezamenlijk Occasional Paper van de ECB en DNB.

Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters (PB L 201 van 27.7.2012, blz. 1).

Verordening (EU) nr. 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 (PB L 176 van 27.6.2013, blz. 1).

Verordening (EU) nr. 1073/2013 van de Europese Centrale Bank van 18 oktober 2013 houdende statistieken betreffende de activa en passiva van beleggingsfondsen (ECB/2013/38) (PB L 297 van 7.11.2013, blz. 73).

Verordening (EU) nr. 909/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 23 juli 2014 betreffende de verbetering van de effectenafwikkeling in de Europese Unie, betreffende centrale effectenbewaarinstellingen en tot wijziging van Richtlijnen 98/26/EG en 2014/65/EU en Verordening (EU) nr. 236/2012 (PB L 257 van 28.8.2014, blz. 1).

Verordening (EU) 2015/760 van het Europees Parlement en de Raad van 29 april 2015 betreffende Europese langetermijnbeleggingsinstellingen (PB L 123 van 19.5.2015, blz. 98).

Verordening (EU) 2017/1131 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 inzake geldmarktfondsen (PB L 169 van 30.6.2017, blz. 8).

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, toespraak voor de New York Times-conferentie „DealBook Opportunities for Tomorrow”, New York, N.Y., V.S., December.

Tabel A1

Beschikbaarheid van de instrumenten voor liquiditeitsbeheer in de lidstaten (Bron: ESMA)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	ES	FI	FR	GR	HR	HU	IE	IS	IT	LI	LT	LU	LV	MT	NL	Nee	PT	RO	SE	SI	SK	VK		
Gates	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen	Neen	Ja	Ja	Neen	Ja	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Ja	Ja	Neen	Ja	Neen	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Neen	Neen	Ja	Ja		
Side pockets	Ja	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen	Neen	Ja	Ja	Neen	Ja	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Ja	Ja	Neen	Ja	Neen	Ja	Ja	Ja	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen		
Verwateringsheffing	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Ja	Ja	Neen	Ja	Neen	Neen	Ja	Neen	Ja	Ja	Neen	Neen	Neen	Ja		
Terugbetalingsboetes	Ja	Neen	Neen	Ja	Neen	Ja	Neen	Ja	Neen	Ja	Ja	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Ja	Ja	Neen	Ja	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Ja	
Terugbetaling in aandelen	Ja	Neen	Neen	Ja	Neen	Ja	Neen	Ja	Ja	Ja	Ja	Neen	Ja	Neen	Ja	Neen	Ja	Ja	Neen	Ja	Neen	Ja	Ja	Neen	Ja	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Ja	
Opschorting van terugbetalingen	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	
Swing pricing	Ja	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Ja	Ja	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen	Ja	Neen	Ja	Neen	Neen	Ja	Ja	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Ja	
Kortlopende leningen	Ja	Neen	Ja	Ja	Ja	Ja	Neen	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Neen	Neen	Ja	Ja	Ja	Ja	Neen	Ja	Neen	Ja	Ja	Neen	Ja	Ja	Neen	Ja	Ja	Ja	Ja	
Verplichte liquiditeitsbuffers	Ja	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen
Side-letters	Ja	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Ja	Ja	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen	Ja	Neen	Ja	Neen	Ja	Ja	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Ja
Andere instrumenten/ maatregelen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen	Ja	Neen	Ja	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Neen	Ja	Neen	Neen	Neen	Ja	