

I

(Rezoluții, recomandări și avize)

RECOMANDĂRI

COMITETUL EUROPEAN PENTRU RISC SISTEMIC

RECOMANDAREA COMITETULUI EUROPEAN PENTRU RISC SISTEMIC

din 7 decembrie 2017

privind riscul de lichiditate și riscul efectului de levier în cadrul fondurilor de investiții

(CERS/2017/6)

(2018/C 151/01)

CONSILIUL GENERAL AL COMITETULUI EUROPEAN PENTRU RISC SISTEMIC,

având în vedere Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene,

având în vedere Regulamentul (UE) nr. 1092/2010 al Parlamentului European și al Consiliului din 24 noiembrie 2010 privind supravegherea macroprudențială la nivelul Uniunii Europene a sistemului financiar și de înființare a unui Comitet european pentru risc sistemic ⁽¹⁾, în special articolul 3 alineatul (2) literele (b), (d) și (f) și articolele 16-18,

având în vedere Decizia CERS/2011/1 a Comitetului european pentru risc sistemic din 20 ianuarie 2011 de adoptare a Regulamentului de procedură al Comitetului european pentru risc sistemic ⁽²⁾, în special articolele 18-20,

întrucât:

- (1) În ultimul deceniu, sectorul fondurilor de investiții a înregistrat o importantă evoluție atât la nivelul Uniunii, cât și la nivel global, fondurile de investiții ajungând astfel să reprezinte în prezent o componentă generală mai mare a piețelor valorilor mobiliare. Se estimează că rolul pe care îl vor juca fondurile de investiții în intermedierea financiară va continua să crească într-un mediu caracterizat de ratele scăzute ale dobânzii și de constrângerile legate de bilanț din sectorul bancar, alături de schimbările care au rezultat din dezvoltarea uniunii piețelor de capital. Autoritățile de reglementare apreciază această evoluție, întrucât diversificarea surselor de finanțare poate contribui la consolidarea eficienței și a rezilienței sistemului financiar în ansamblul său.
- (2) Cu toate acestea, există preocupări legate de faptul că o creștere a activității de intermediere financiară desfășurată de fondurile de investiții ar putea să determine o amplificare a oricărei crize financiare viitoare. Necorelările dintre lichiditatea activelor fondurilor de investiții de tip deschis și profilurile lor de răscumpărare pot conduce, pentru a satisface cererile de răscumpărare din perioadele caracterizate de tensiuni pe piață, la vânzări la prețuri de lichidare (*fire sales*). Aceste vânzări la prețuri de lichidare ar putea să îi afecteze negativ pe ceilalți participanți pe piața financiară care dețin aceleași active sau active strâns corelate. În plus, efectul de levier poate amplifica impactul mișcărilor negative ale pieței, întrucât el creează o expunere în exces a activelor unui fond de investiții. În afara acestor canale de contagiune indirectă, un fond de investiții poate răspândi riscuri prin interconectare, de exemplu prin interconectările cu investitorii săi, care reprezintă un canal direct prin intermediul căruia șocurile pot fi transmise către alte instituții financiare.
- (3) De asemenea, fondurile de investiții sunt vulnerabile la modificările dinamicii și structurii piețelor. De exemplu, într-un mediu caracterizat prin rate scăzute ale dobânzilor, dorința de a obține randamente poate încuraja mai multe investiții în active mai puțin lichide. Există un risc ca șocurile la nivel macro, precum o evoluție inversă a primelor de risc, să conducă la cereri masive de răscumpărare din partea investitorilor fondurilor de investiții. Acesta poate fi mai pronunțat în cazul fondurilor de investiții care dețin în portofoliile lor sau în fonduri de investiții un procent ridicat de active mai puțin lichide dar cu efect de levier foarte ridicat.

⁽¹⁾ JO L 331, 15.12.2010, p. 1.

⁽²⁾ JO C 58, 24.2.2011, p. 4.

- (4) În plus, dacă riscul nu este gestionat în mod corespunzător, unii investitori ar putea să se prevaleze de „avantajul celui care acționează primul” (*first mover advantage*), și anume investitorii care răscumpără înainte de apariția unei situații caracterizate de tensiuni pe piață sau într-o etapă timpurie a acesteia nu suportă întregul impact al unei astfel de situații caracterizate de tensiuni pe piață, lăsându-i pe ceilalți investitori să își asume această sarcină.
- (5) Cadrul legislativ actual al Uniunii include măsuri care vizează reducerea efectelor de amplificare ale sectorului fondurilor de investiții în cazul unei crize financiare și creșterea rezilienței fondurilor de investiții. Cadrul legislativ cuprinde Directiva 2009/65/CE a Parlamentului European și a Consiliului ⁽¹⁾ și Directiva 2011/61/UE a Parlamentului European și a Consiliului ⁽²⁾.
- (6) Atât Directiva 2009/65/CE, cât și Directiva 2011/61/UE conțin cerințe cu privire la administrarea lichidităților. Fondurile de investiții alternative (FIA) sunt obligate să aibă instituite politici de răscumpărare care sunt coerente cu profilul de lichiditate al strategiei lor de investiții și să realizeze în mod regulat simulări de criză, atât în condiții normale, cât și în condiții excepționale de lichiditate. Organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) fac obiectul unor norme detaliate cu privire la eligibilitate care reglementează tipurile de active în care acestea pot investi și, după caz, trebuie să realizeze testări la stres.
- (7) În ceea ce privește contracararea riscurilor sistemice legate de efectul de levier, în prezent Directivele 2009/65/CE și 2011/61/UE asigură un temel juridic pentru limitarea acumulării efectului de levier în cadrul fondurilor de investiții. Articolul 51 alineatul (3) din Directiva 2009/65/CE precizează o limită de investiție pentru expunerile OPCVM la instrumentele financiare derivate, iar articolul 83 alineatul (2) litera (a) din aceeași directivă precizează o limită superioară temporară de împrumut de 10 %. Articolul 25 alineatul (3) din Directiva 2011/61/UE permite autorităților naționale competente (ANC) să plafoneze efectul de levier sau să impună alte restricții asupra administrării FIA. În plus, articolul 25 alineatul (7) din Directiva 2011/61/UE prevede că Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe (ESMA) are rolul de a hotărî că efectul de levier utilizat de un administrator de fonduri de investiții alternative (AFIA) sau de un grup de AFIA reprezintă un risc semnificativ pentru stabilitatea și integritatea sistemului financiar și că ESMA poate emite o recomandare către ANC în care să precizeze măsurile corective care trebuie luate, inclusiv plafonarea efectului de levier.
- (8) Aplicarea unor standarde consecvent ridicate în ceea ce privește capacitatea administratorilor de fonduri de a gestiona riscuri pe teritoriul Uniunii este justificată în vederea asigurării faptului că reglementarea va reduce riscul sistemic. Există dovezi cu privire la faptul că actualul cadru de reglementare asigură o gestionare eficientă a riscurilor de către fondurile de investiții la nivel macroprudențial. Cu toate acestea, eficacitatea acestuia dintr-o perspectivă macroprudențială este în mare măsură netestată. Obiectivul prezentei recomandări este de a contracara riscurile sistemice legate de necorelările lichidităților și utilizarea efectului de levier în fondurile de investiții. Aceasta va consolida cadrul macroprudențial al Uniunii, întrucât se aplică sectorului de administrare a activelor.
- (9) Recomandarea A este destinată contracarării riscurilor care pot apărea în cazurile în care administratorii de fonduri nu au instituite instrumente adecvate de administrare a lichidităților precum comisioanele de răscumpărare, limitele de răscumpărare sau capacitatea de a suspenda temporar răscumpărările. În absența unor astfel de instrumente, presiunile de răscumpărare din perioadele de scădere a prețurilor activelor ar putea declanșa o criză de lichiditate la nivelul întregului sistem și accentua scăderile prețurilor activelor, ceea ce ar putea conduce la apariția unor riscuri la adresa stabilității financiare. Disponibilitatea unui set divers de instrumente de administrare a lichidităților în toate statele membre ar îmbunătăți capacitatea administratorilor de fonduri de a răspunde presiunilor de răscumpărare în momentele de apariție a unor crize a lichidităților pe piață. În plus, Recomandarea A solicită clarificarea suplimentară a suspendării răscumpărărilor de către ANC.
- (10) Recomandarea B este destinată reducerii și prevenirii necorelărilor excesive ale lichidităților din cadrul FIA de tip deschis. Anumite FIA de tip deschis dețin un procent mare din investițiile lor în active în mod inerent mai puțin lichide. Aceasta include fondurile de investiții care investesc în proprietăți imobiliare, în valori mobiliare necotate, în credite și în alte active alternative. Este necesar ca aceste fonduri de investiții să demonstreze ANC, atât în cursul procesului de aprobare, cât și/sau ulterior aprobării, că au capacitatea de a-și menține strategia de investiții în condiții caracterizate de tensiuni pe piață.
- (11) Recomandarea C este destinată promovării unor practici coerente de testare la stres a lichidității la nivelul fondului de investiții. Testările la stres sunt instrumente care ajută administratorul de fonduri să identifice posibilele puncte slabe ale unei strategii de investiții și contribuie la pregătirea unui fond de investiții pentru o situație de

⁽¹⁾ Directiva 2009/65/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 13 iulie 2009 de coordonare a actelor cu putere de lege și a actelor administrative privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) (JO L 302, 17.11.2009, p. 32).

⁽²⁾ Directiva 2011/61/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 8 iunie 2011 privind administratorii fondurilor de investiții alternative și de modificare a Directivelor 2003/41/CE și 2009/65/CE și a Regulamentelor (CE) nr. 1060/2009 și (UE) nr. 1095/2010 (JO L 174, 1.7.2011, p. 1).

criză. Dacă este utilizată corect, ca instrument de gestionare a riscurilor și de decizie, testarea la stres ar trebui să reducă riscul de lichiditate la nivelul fondului de investiții și să contribuie la reducerea riscului de lichiditate la nivelul sistemului financiar. Se preconizează că orientările privind practicile de testare la stres a lichidității utilizate de administratorii de fonduri vor reduce riscul de lichiditate atât la nivelul fondului de investiții, cât și la nivelul sistemului, și vor consolida capacitatea entităților de a administra lichiditățile în interesul superior al investitorilor, aceasta incluzând evitarea surprizelor și reacțiile în situații de urgență rezultate în cursul perioadelor de răscumpărări neașteptat de ridicate.

- (12) Recomandarea D este destinată instituirii în Uniune a unui cadru de raportare armonizat pentru OPCVM. Deși multe jurisdicții din cadrul Uniunii prevăd obligații de raportare pentru OPCVM, practicile de raportare diferă în mod semnificativ din punct de vedere al frecvenței de raportare, al OPCVM acoperite și al datelor raportate. Lipsa unui cadru de raportare armonizat împiedică monitorizarea și o evaluare completă a posibilei contribuții a OPCVM la riscurile la adresa stabilității financiare. Un cadru de raportare armonizat pentru OPCVM va reduce de asemenea ineficiențele de raportare existente atât în ceea ce privește ANC, cât și sectorul relevant.
- (13) Recomandarea E este destinată facilitării punerii în aplicare a articolului 25 din Directiva 2011/61/UE, care prevede un instrument macroprudențial pentru plafonarea efectului de levier în cadrul FIA. Este necesar ca utilizarea acestui instrument să fie clarificată prin dezvoltarea unei abordări comune care să asigure că ANC pot să utilizeze acest instrument într-un mod armonizat. În consecință, ar trebui să se elaboreze orientări privind cadrul de evaluare a riscurilor efectului de levier și privind modelul, calibrarea și punerea în aplicare a plafonării efectului de levier.
- (14) Prezenta recomandare susține crearea unui cadru proporțional pentru gestionarea riscurilor sistemice care pot apărea în sectorul fondurilor de investiții sau pot fi propagate de acesta, menținând în același timp caracteristicile esențiale ale răscumpărării care atrag investitorii în fondurile de investiții de tip deschis și facilitează investițiile colective.
- (15) În vederea reducerii riscurilor rezultate din necorelările lichidităților și din efectul de levier din cadrul fondurilor de investiții, prezenta recomandare ia în considerare inițiativele internaționale și europene actuale în materie de politici macroprudențiale și, în special, lucrările Consiliului pentru Stabilitate Financiară (CSF) și ale Organizației Internaționale a Comisiilor de Valori Mobiliare (IOSCO). La 12 ianuarie 2017, CSF a publicat recomandări pentru a răspunde vulnerabilităților structurale rezultate din activitățile de administrare a activelor efectuate în urma necorelărilor lichidităților și utilizării efectului de levier în fondurile de investiții⁽¹⁾. Pentru completarea activității CSF, IOSCO a primit sarcina de a pune în aplicare recomandările CSF. Acest proces este în curs de desfășurare.
- (16) În vederea implementării elementelor macroprudențiale ale actualului cadru de reglementare aplicabil fondurilor de investiții și pentru a asigura că ANC acționează în mod uniform, prezenta recomandare se adresează parțial și ESMA în ceea ce privește rolul său de facilitare și coordonare.
- (17) În scopul abordării altor riscuri pe care le implică fondurile de investiții, se recomandă Comisiei Europene să propună măsuri legislative suplimentare. Este cunoscut faptul că deja Comisia a inclus în agenda sa revizuirii legislative în acest domeniu. Acestea vor oferi posibilitatea de a răspunde la aspectele macroprudențiale menționate în recomandări.
- (18) Recomandările Comitetului european pentru risc sistemic (CERS) sunt publicate după informarea Consiliului Uniunii Europene de către Consiliul general cu privire la intenția acestuia din urmă de a emite aceste recomandări și după ce Consiliul a avut posibilitatea de a-și prezenta reacțiile față de acestea,

ADOPTĂ PREZENTA RECOMANDARE:

SECȚIUNEA 1

RECOMANDĂRI

Recomandarea A – Instrumente de administrare a lichidităților pentru răscumpărare

1. Se recomandă Comisiei să propună includerea în legislația Uniunii a unui cadru juridic comun la nivelul Uniunii, care să reglementeze încadrarea unor instrumente suplimentare de administrare a lichidităților (*additional liquidity management tools* – a-LMTs) în modelul fondurilor de investiții provenite din orice loc din Uniunea Europeană, astfel încât fiecare entitate responsabilă de administrare să decidă în mod individual cu privire la care a-LMTs să includă în documentele constitutive sau în alte informații precontractuale referitoare la fondurile de investiții.

⁽¹⁾ Consiliul pentru Stabilitate Financiară, „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities” („Recomandări privind politica de soluționare a vulnerabilităților structurale rezultate din activitățile de administrare a activelor”), ianuarie 2017.

2. Se recomandă Comisiei să propună includerea în legislația Uniunii a unor dispoziții suplimentare care să precizeze rolul deținut de ANC în momentul în care se folosesc de prerogativele lor de suspendare a răscumpărilor în situații cu implicații transfrontaliere asupra stabilității financiare.
3. Se recomandă Comisiei să propună ca legislația Uniunii să stabilească rolul general de facilitare, de consultare și de coordonare al ESMA în raport cu prerogativele ANC de a suspenda răscumpărările în situații cu implicații transfrontaliere asupra stabilității financiare, în conformitate cu Recomandarea A punctul 2.

Recomandarea B – Dispoziții suplimentare pentru reducerea probabilității apariției unor necorelări a lichidităților excesive

Se recomandă Comisiei să propună includerea în legislația Uniunii a unor măsuri de limitare a gradului în care utilizarea transformării lichidității din cadrul FIA de tip deschis ar putea să contribuie la crearea de riscuri sistemice sau de riscuri de piețe dezordonate.

Recomandarea C – Testarea la stres

În vederea promovării convergenței în materie de supraveghere, se recomandă ESMA să elaboreze orientări cu privire la practicile care trebuie urmate de administratori pentru testarea la stres a riscului de lichiditate pe care îl implică FIA și OPCVM individuale.

Recomandarea D – Raportarea de către OPCVM

1. Se recomandă Comisiei să propună ca legislația Uniunii să prevadă că OPCVM și societățile de administrare a OPCVM au obligația de a raporta în mod periodic autorității competente date, în special cu privire la riscul de lichiditate și efectul de levier, și de a transmite aceste date ANC relevante, dacă aceasta nu este autoritatea competentă în scopul raportării de către OPCVM.
2. Se recomandă Comisiei să propună ca datele menționate în Recomandarea D punctul 1 să fie raportate, într-un cadru de raportare, cel puțin trimestrial de către un procent suficient de relevant, dintr-o perspectivă a stabilității financiare, din ansamblul OPCVM și al societăților de administrare a OPCVM. Cel puțin un subset suficient al setului de date ar trebui să fie raportat anual de către un procent reprezentativ din ansamblul OPCVM și al societăților de administrare a OPCVM.
3. Se recomandă Comisiei să propună ca ANC să pună la dispoziția ANC ale altor state membre relevante, a ESMA și a CERS datele menționate în Recomandarea D punctul 1.

Recomandarea E – Orientări cu privire la articolul 25 din Directiva 2011/61/UE

1. Se recomandă ESMA să emită orientări cu privire la cadrul de evaluare a măsurii în care utilizarea efectului de levier în sectorul FIA contribuie la crearea de riscuri sistemice în sistemul financiar.
2. Se recomandă ESMA să emită orientări cu privire la modelul, calibrarea și punerea în aplicare a limitelor macroprudențiale ale efectului de levier.
3. Se recomandă ESMA să emită orientări cu privire la modul în care ANC ar trebui să notifice ESMA, CERS și alte ANC cu privire la intenția lor privind punerea în aplicare a unor măsuri macroprudențiale în conformitate cu articolul 25 alineatul (3) din Directiva 2011/61/UE.
4. Se recomandă ESMA să utilizeze informațiile primite de la ANC în temeiul articolului 25 alineatul (3) din Directiva 2011/61/UE pentru a compara și a schimba cu autoritățile macroprudențiale naționale și cu CERS cunoștințe privind practicile referitoare la utilizarea limitelor efectului de levier și impunerea altor restricții asupra administrării FIA.

SECȚIUNEA 2

PUNERE ÎN APLICARE

1. Definiții

1. În sensul prezentei recomandări, se aplică următoarele definiții:

- (a) „instrumente suplimentare de administrare a lichidităților” (additional liquidity management tools – a-LMTs) înseamnă instrumentele care, în orice moment și în special în condiții caracterizate de tensiuni pe piață, oferă asistență FIA de tip deschis și OPCVM, precum și administratorilor acestora, în ceea ce privește gestionarea cererilor de răscumpărare în mod adecvat și eficient. Aceste instrumente ar trebui să includă măsuri ulterioare evenimentului, precum suspendări ale răscumpărilor sau răscumpărări amânate („limite de răscumpărare”/perioade de notificare care pot fi extinse), și măsuri preventive, precum repartizarea costurilor de tranzacționare investitorilor care subscriu sau care răscumpără („devierea prețurilor”/taxe anti-diluție);

- (b) „fonduri de investiții alternative” (FIA) înseamnă organisme de plasament colectiv, astfel cum sunt definite la articolul 4 alineatul (1) litera (a) din Directiva 2011/61/UE;
 - (c) „administratori de fonduri de investiții alternative” (AFIA) are sensul stabilit la articolul 4 alineatul (1) litera (b), sub rezerva excluderilor prevăzute la articolul 2 alineatul (3) și a derogărilor prevăzute la articolul 3 din Directiva 2011/61/UE;
 - (d) „AFIA ai FIA de tip deschis” înseamnă acei AFIA care intră în categoria definită la articolul 1 alineatul (2) din Regulamentul delegat (UE) nr. 694/2014 al Comisiei ⁽¹⁾;
 - (e) „entitate responsabilă de administrare” înseamnă: (i) o societate de administrare, astfel cum este definită la articolul 2 alineatul (1) litera (b) din Directiva 2009/65/CE; (ii) un OPCVM constituit ca societate de investiții care nu a desemnat o societate de administrare, astfel cum se prevede în Directiva 2009/65/CE; (iii) un AFIA, astfel cum este prevăzut la articolul 4 alineatul (1) litera (b) din Directiva 2011/61/UE; și (iv) un FIA cu administrare internă constituit ca societate de investiții care nu a desemnat un AFIA, menționat la articolul 5 alineatul (1) litera (b) din Directiva 2011/61/UE;
 - (f) „efect de levier” înseamnă orice metodă prin care un fond de investiții își mărește expunerea peste activele fondului fie prin împrumut de numerar sau valori mobiliare, fie printr-un efect de levier încorporat în poziții de instrumente financiare derivate sau prin orice alte mijloace;
 - (g) „autoritate națională competentă” (ANC) înseamnă autoritatea competentă astfel cum este definită la articolul 2 alineatul (1) litera (h) din Directiva 2009/65/CE sau la articolul 4 alineatul (1) litera (f) din Directiva 2011/61/UE, după caz;
 - (h) „risc sistemic” are sensul stabilit la articolul 2 litera (c) din Regulamentul (UE) nr. 1092/2010;
 - (i) „organism de plasament colectiv în valori mobiliare” (OPCVM) înseamnă un organism astfel cum este definit la articolul 1 alineatul (2) din Directiva 2009/65/CE, care a fost autorizat în conformitate cu articolul 5 din această directivă;
 - (j) „societate de administrare a OPCVM” are sensul stabilit la articolul 2 alineatul (1) litera (b) din Directiva 2009/65/CE.
2. Anexele I și II fac parte integrantă din prezenta recomandare. În cazul oricărei neconcordanțe între textul recomandării și textul anexelor, textul recomandării are prioritate.

2. Criterii de punere în aplicare

1. Aplicarea prezentei recomandări trebuie să țină cont de următoarele criterii:
- (a) recomandarea acoperă FIA, AFIA, OPCVM și societățile de administrare a OPCVM;
 - (b) arbitrajul de reglementare ar trebui evitat;
 - (c) principiul proporționalității ar trebui respectat în mod corespunzător, ținându-se totodată cont de obiectivul și cuprinsul fiecărei recomandări;
 - (d) criteriile de conformitate stabilite în anexa I.
2. Destinatarii trebuie să raporteze CERS și Consiliului cu privire la măsurile adoptate ca urmare a prezentei recomandări sau să justifice în mod adecvat orice lipsă de acțiune. Rapoartele trebuie să cuprindă cel puțin:
- (a) informații privind conținutul și calendarul măsurilor luate, inclusiv, dacă este cazul, orice măsuri luate în raport cu autoritățile europene de supraveghere;
 - (b) evaluarea modului de funcționare a măsurilor aplicate din perspectiva obiectivelor prezentei recomandări;
 - (c) justificarea detaliată a lipsei de acțiune sau a abaterii de la prezenta recomandare, inclusiv a oricăror întâzieri.

3. Calendar pentru măsurile aplicate ca urmare a recomandării

Destinatarii trebuie să raporteze CERS și Consiliului cu privire la măsurile adoptate ca răspuns la prezenta recomandare sau să justifice în mod adecvat orice lipsă de acțiune, conform calendarului menționat în continuare:

1. Recomandarea A

Se solicită Comisiei ca, până la 31 decembrie 2020, să transmită CERS și Consiliului un raport cu privire la punerea în aplicare a Recomandării A punctele 1, 2 și 3.

⁽¹⁾ Regulamentul delegat (UE) nr. 694/2014 al Comisiei din 17 decembrie 2013 de completare a Directivei 2011/61/UE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește standardele tehnice de reglementare care stabilesc tipurile de administratori ai fondurilor de investiții alternative (JO L 183, 24.6.2014, p. 18).

2. Recomandarea B

Se solicită Comisiei ca, până la 31 decembrie 2020, să transmită CERS și Consiliului un raport cu privire la punerea în aplicare a Recomandării B.

3. Recomandarea C

Se solicită ESMA ca, până la 30 iunie 2019, să transmită CERS și Consiliului orientările menționate în Recomandarea C.

4. Recomandarea D

Se solicită Comisiei ca, până la 31 decembrie 2020, să transmită CERS și Consiliului un raport cu privire la punerea în aplicare a Recomandării D punctele 1, 2 și 3.

5. Recomandarea E

(a) Se solicită ESMA ca, până la 30 iunie 2019, să transmită CERS și Consiliului orientările menționate în Recomandarea E punctele 1, 2 și 3.

(b) Se solicită ESMA ca, începând cu 31 decembrie 2019, să transmită autorităților macroprudențiale naționale și CERS, cu o frecvență cel puțin anuală, informațiile menționate în Recomandarea E punctul 4.

4. Monitorizare și evaluare

1. Secretariatul CERS:

(a) va oferi asistență destinatarilor, asigurând coordonarea raportării și furnizarea de modele relevante și, dacă este cazul, informații detaliate privind procedura și calendarul pentru măsurile adoptate în urma recomandării;

(b) va verifica măsurile aplicate de destinatari, va acorda asistență la cerere și va prezenta Consiliului general, prin intermediul Comitetului director, rapoarte privind măsurile aplicate.

2. Consiliul general va evalua măsurile și justificările raportate de către destinatari și, după caz, va decide că prezenta recomandare nu a fost respectată și destinatarul nu a justificat în mod adecvat lipsa de acțiune.

Adoptată la Frankfurt pe Main, 7 decembrie 2017.

Șeful secretariatului CERS, în numele Consiliului general al CERS

Francesco MAZZAFERRO

ANEXA I

CRITERII DE CONFORMITATE PENTRU RECOMANDĂRI

Recomandarea A

Pentru **Recomandarea A**, se prevăd următoarele criterii de conformitate.

A(1) – Disponibilitatea unor instrumente suplimentare de administrare a lichidităților

Legislația Uniunii ar trebui să permită ca la nivelul Uniunii să fie disponibilă în mod legal o gamă largă de instrumente suplimentare de administrare a lichidităților (*additional liquidity management tools*) (a-LMTs), recunoscând în același timp că administratorii de active ar trebui să dețină responsabilitatea primară privind activarea și punerea în aplicare a a-LMTs și că unele dintre aceste instrumente nu vor fi adecvate sau necesare pentru toate tipurile de fonduri de tip deschis. A-LMTs ar trebui să sprijine fondurile de investiții alternative (FIA) de tip deschis și organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), precum și pe administratorii acestora, pentru a gestiona cererile de răscumpărare în mod adecvat și eficient în orice moment și în special în condiții caracterizate de tensiuni pe piață.

Modificările legislației relevante a Uniunii propuse de către Comisie ar trebui să includă obligații pentru:

- (a) administratorii de fonduri de investiții alternative (AFIA) care administrează FIA de tip deschis și societățile de administrare a OPCVM în sensul evaluării tuturor a-LMTs disponibile și, în mod specific, al evaluării pentru a stabili ce a-LMTs sunt adecvate pentru strategiile de investiții ale fondurilor pe care le administrează și care ar trebui incluse în documentele constitutive ale fondurilor sau în alte informații precontractuale, pentru a fi exercitate atât în condiții de piață normale, cât și în condiții caracterizate de tensiuni pe piață și pentru a oferi investitorilor un nivel suficient de transparență în legătură cu aceste instrumente;
- (b) AFIA care administrează FIA de tip deschis și societățile de administrare a OPCVM în sensul includerii în documentele constitutive sau în alte informații precontractuale ale fondurilor pe care le administrează cel puțin a competenței de suspendare a răscumpărărilor, în special în condiții caracterizate de tensiuni pe piață;
- (c) AFIA care administrează FIA de tip deschis și societățile de administrare a OPCVM în sensul asigurării disponibilității capacității operaționale și a planului de urgență necesare în vederea activării în timp util a oricărui a-LMT pe care acestea l-ar putea utiliza;
- (d) AFIA care administrează FIA de tip deschis și societățile de administrare a OPCVM în sensul raportării către autoritățile naționale competente (ANC) cu privire la punerea în aplicare și utilizarea unui a-LMT în condiții caracterizate de tensiuni pe piață;
- (e) Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe (ESMA), după luarea în considerare a avizului Comitetului european pentru risc sistemic (CERS) în legătură cu chestiuni macroprudențiale, în sensul elaborării de orientări privind:
 - (i) definițiile și caracteristicile a-LMTs;
 - (ii) criteriile pentru evaluarea gradului de adecvare în temeiul Recomandării A punctul 1 litera (a);
 - (iii) cerințele de transparență pentru a-LMTs stabilite în Recomandarea A punctul 1 litera (a);
 - (iv) principiile la nivel înalt cu privire la modul în care ar trebui să fie puse în aplicare a-LMTs în procesul de administrare a lichidităților fondului;
 - (v) modul de evaluare și de soluționare a eventualelor consecințe neintenționate ale utilizării a-LMTs;
 - (vi) cerința de raportare către ANC în conformitate cu Recomandarea A punctul 1 litera (d); și
 - (vii) nivelul de transparență în legătură cu investitorii atunci când sunt activate a-LMTs și în cursul utilizării lor.

Orientările ar trebui să ia în considerare planul de urgență necesar care ar trebui aplicat în avans, astfel cum se impune în Recomandarea A punctul (1) litera (c), pentru a permite activarea promptă și eficientă a unor astfel de a-LMTs.

A(2) – Dispoziții suplimentare cu privire la suspendarea de către ANC a răscumpărărilor cu implicații transfrontaliere la adresa stabilității financiare

Modificările legislației Uniunii propuse de către Comisie ar trebui să includă:

- (a) clarificarea rolurilor ce revin ANC și cooperarea dintre acestea cu privire la suspendarea răscumpărărilor în scopuri de stabilitate financiară transfrontalieră, atunci când FIA sau OPCVM este înființat într-un stat membru, însă are un AFIA sau o societate de administrare a OPCVM înființată în alt stat membru, respectiv atunci când există implicații transfrontaliere;

- (b) o obligație în sarcina ANC, atunci când își exercită competențele de coordonare a suspendării răscumpărărilor în scopuri de stabilitate financiară transfrontalieră, de a notifica alte ANC relevante, ESMA și CERS înainte de exercitarea acestor competențe.

A(3) – Dispoziții suplimentare cu privire la rolul ESMA în legătură cu suspendarea de către ANC a răscumpărărilor cu implicații transfrontaliere la adresa stabilității financiare

Modificările legislației relevante a Uniunii propuse de către Comisie ar trebui să includă o obligație în sarcina ESMA care să asigure că aceasta îndeplinește un rol general de facilitare, de consultare și de coordonare în legătură cu prerogativele ANC de suspendare a răscumpărărilor atunci când există implicații transfrontaliere la adresa stabilității financiare.

Recomandarea B

Pentru **Recomandarea B**, se prevăd următoarele criterii de conformitate.

Modificările legislației relevante a Uniunii propuse de către Comisie ar trebui să includă:

- (a) acordarea ESMA de competențe privind pregătirea și actualizarea unei liste de active în mod inerent mai puțin lichide, pe baza propriei analize a ESMA, după luarea în considerare a avizelor CERS referitoare la aspecte macro-prudențiale și a avizelor Autorității Bancare Europene și ale Autorității europene pentru asigurări și pensii ocupaționale referitoare la aspecte privind coerența transsectorială. Atunci când compilează această listă, ESMA ar trebui să ia în considerare cel puțin proprietățile imobiliare, valorile mobiliare necotate, creditele și alte active alternative care par a fi în mod inerent mai puțin lichide. Analiza ar trebui să țină seama, printre altele, de intervalul de timp care ar fi necesar pentru lichidarea acestor active în condiții caracterizate de tensiuni pe piață;
- (b) o cerință în conformitate cu care AFIA care administrează FIA de tip deschis al căror obiectiv este să investească în mod semnificativ în active incluse în lista de active în mod inerent mai puțin lichide menționată în Recomandarea B litera (a) trebuie să demonstreze ANC că au capacitatea de a-și menține strategia de investiții în condiții de piață previzibile. Evaluarea ar trebui să includă, printre altele, politici de răscumpărare adaptate, implementarea unor ALMTs și/sau stabilirea unor limite interne ale activelor incluse în lista de active în mod inerent mai puțin lichide menționată în Recomandarea B litera (a). Aceste limite interne, în cazul în care sunt utilizate, ar trebui să fie comunicate ulterior ANC cu ocazia înființării fondurilor relevante și apoi ar trebui să fie raportate ori de câte ori se modifică. De asemenea, ar trebui să se pună în aplicare măsuri de informare a investitorilor pe baza unor orientări care urmează să fie elaborate de către ESMA;
- (c) marja de apreciere de a impune dispoziții tranzitorii cu privire la AFIA care administrează FIA de tip deschis, care să precizeze termenul prevăzut pentru respectarea legislației atunci când sunt adăugate active pe lista de active în mod inerent mai puțin lichide prevăzută la Recomandarea B litera (a), precum și atunci când nu sunt respectate limitele interne, în cazurile în care acestea sunt utile, pentru a se evita orice efecte negative neintenționate.

Recomandarea C

Pentru **Recomandarea C**, se prevăd următoarele criterii de conformitate.

Orientările emise de ESMA cu privire la testarea la stres a lichidității ar trebui să includă, fără a se limita însă la acestea:

- (a) modelul scenariilor de testare la stres a lichidității;
- (b) politica privind testarea la stres a lichidității, inclusiv privind utilizarea internă a rezultatelor obținute în urma testării la stres a lichidității;
- (c) contravaloarea activelor și a pasivelor din bilanțurile fondurilor de investiții; și
- (d) calendarul și frecvența cu care fondurile individuale trebuie să efectueze testările la stres ale lichidității.

Aceste orientări ar trebui să se întemeieze pe cerințele privind simulările de criză stabilite în Directiva 2011/61/UE și pe modalitatea în care participanții pe piață realizează testările la stres.

Recomandarea D

Pentru **Recomandarea D**, se prevăd următoarele criterii de conformitate.

D(1) – Obligații de raportare pentru OPCVM și pentru societățile de administrare a OPCVM

Modificările legislației relevante a Uniunii propuse de către Comisie ar trebui să includă obligații de raportare care să acopere atât datele cu privire la administrator, cât și datele specifice fondului, și care să reflecte, în același timp, caracteristicile specifice ale OPCVM. Datele raportate ar trebui să permită monitorizarea suficientă a potențialelor vulnerabilități care pot contribui la riscul sistemic și ar trebui să acopere cel puțin:

- (a) valoarea activelor administrate pentru toate OPCVM care sunt administrate de o societate de administrare;
- (b) instrumentele tranzacționate și expunerile individuale;

- (c) strategia de investiții;
- (d) expunerea/efectul de levier global;
- (e) testarea la stres;
- (f) tehnici eficiente de administrare a portofoliului;
- (g) riscul de contrapartidă/colateralul;
- (h) riscul de lichiditate;
- (i) riscul de credit; și
- (j) volumele de tranzacționare.

Comisia ar trebui să propună, după caz, o armonizare a cerințelor de raportare generale aplicabile fondurilor de investiții și administratorilor acestora, în special între raportarea de către OPCVM recomandată și măsurile puse deja în aplicare în materie de raportare prevăzute de Directiva 2011/61/UE. În această privință, Comisia ar trebui să ia de asemenea în considerare cerințele de raportare prevăzute de Regulamentul (UE) 2017/1131 al Parlamentului European și al Consiliului⁽¹⁾. Această armonizare ar trebui să permită utilizarea platformelor de raportare existente, să realizeze sinergii și să evite impunerea unor sarcini nejustificate asupra administratorilor de active.

Modificările legislației Uniunii propuse de către Comisie ar trebui să includă de asemenea o dispoziție care să prevadă că, în cazul în care ANC a administratorului OPCVM este diferită de ANC a OPCVM însuși, administratorul OPCVM trebuie să furnizeze, la cerere, și informațiile raportate către ANC a OPCVM.

D(2) – Frecvența și acoperirea obligațiilor de raportare pentru OPCVM și pentru societățile de administrare a OPCVM

Modificările legislației Uniunii propuse de către Comisie ar trebui să includă următoarele cerințe:

- (a) datele menționate în Recomandarea D punctul 1 sunt raportate cel puțin trimestrial, pentru a permite monitorizarea eficientă a riscurilor la adresa stabilității financiare, abordând în același timp și problemele legate de proporționalitate referitoare la entitățile obligate să raporteze;
- (b) în vederea contracarării riscurilor la adresa stabilității financiare, ar trebui ca, atunci când se stabilește sfera de raportare, să se ia în considerare activele totale administrate de societatea de administrare și activele administrate de fonduri individuale ale OPCVM, prin aceasta asigurându-se acoperirea din punctul de vedere al raportării a unei părți suficiente a sectorului.

D(3) – Raportarea și schimbul de informații armonizate

Modificările legislației Uniunii propuse de către Comisie ar trebui să includă o obligație ca informațiile menționate în Recomandarea D punctul 1 să fie puse la dispoziția ANC ale altor state membre relevante, a ESMA și a CERS, pentru a asigura armonizarea raportării datelor de către OPCVM cu practicile referitoare la schimbul de informații prevăzute în Directiva 2011/61/UE. În acest context, Comisia ar trebui să ia de asemenea în considerare cerințele în materie de raportare prevăzute în Regulamentul (UE) 2017/1131.

Recomandarea E

Pentru **Recomandarea E**, se prevăd următoarele criterii de conformitate.

E(1) – Evaluarea riscului sistemic legat de efectul de levier

Orientările emise de ESMA ar trebui să includă:

- (a) un set minim comun de indicatori care trebuie să fie luați în considerare de către ANC în cursul evaluării lor;
- (b) instrucțiuni privind modul de calcul al indicatorilor menționați în Recomandarea E punctul 1 litera (a) pe baza datelor de raportare prevăzute la articolul 24 din Directiva 2011/61/UE; și
- (c) descrieri calitative și, dacă este posibil, cantitative ale interpretării indicatorilor în contextul cadrului de evaluare.

⁽¹⁾ Regulamentul (UE) 2017/1131 al Parlamentului European și al Consiliului din 14 iunie 2017 privind fondurile de piață monetară (JO L 169, 30.6.2017, p. 8).

Setul comun de indicatori menționat în Recomandarea E punctul 1 litera (a) ar trebui:

1. să faciliteze evaluarea nivelului, a sursei și a diferitelor utilizări ale efectului de levier;
2. să faciliteze evaluarea principalelor canale prin care se poate materializa riscul sistemic, respectiv vânzările la prețuri de lichidare (fire sales), propagările directe către instituțiile financiare și întreruperea intermedierei creditelor; și
3. să fie operabil și suficient pentru ca ANC să informeze ESMA, în legătură cu recomandarea acesteia menționată la articolul 25 alineatul (6) din Directiva 2011/61/UE și cu principiile stabilite la articolul 112 din Regulamentul delegat (UE) nr. 231/2013 al Comisiei ⁽¹⁾, dacă au fost îndeplinite condițiile privind impunerea de limite ale efectului de levier sau alte restricții cu privire la administrarea FIA.

E(2) – Limitele macroprudențiale ale efectului de levier

Orientările emise de ESMA ar trebui să includă:

- (a) o descriere a diferitelor tipuri de limite ale efectului de levier, inclusiv o evaluare a efectivității și a eficienței acestora în ceea ce privește diminuarea efectului de levier excesiv;
- (b) un set de principii care trebuie luat în considerare de către ANC în momentul în care calibrează limitele efectului de levier. Aceste principii ar trebui să includă cel puțin toate elementele următoare: (i) o declarație care precizează că limitele efectului de levier se bazează pe măsurile privind efectul de levier stabilite în Directiva 2011/61/UE; (ii) criteriile de aplicare a limitelor efectului de levier; și (iii) principiile cu privire la revizuirea periodică a limitelor efectului de levier;
- (c) un set de principii care trebuie luat în considerare de către ANC atunci când analizează impunerea unor limite ale efectului de levier, care trebuie să acopere cel puțin toate principiile următoare: (i) principiile pentru o abordare echilibrată între stabilirea de limite pe baza regulilor și stabilirea discreționară a limitelor; (ii) principiile referitoare la interacțiunea cu alte măsuri de politică; (iii) principiile coordonării între autoritățile Uniunii.

E(3) – Procedura de notificare

Orientările emise de ESMA trebuie să ofere ANC posibilitatea de a notifica ESMA, CERS și alte ANC relevante. În special, aceste orientări ar trebui să includă, fără a se limita însă la acestea, o procedură de lucru eficientă și modele pentru scrisorile de notificare, precum și cerințe în materie de raportare impuse în cazul evaluării de către ANC a necesității de punere în aplicare de măsuri macroprudențiale în conformitate cu articolul 25 alineatul (3) din Directiva 2011/61/UE.

E(4) – Analiza comparativă

ESMA ar trebui să partajeze cu autoritățile macroprudențiale naționale și cu CERS următoarele informații pe bază anuală:

- (a) rezultatele, dacă este cazul, ale analizei sale comparative;
- (b) practicile, dacă este cazul, legate de utilizarea limitelor efectului de levier și de impunerea altor restricții asupra administrării FIA utilizând informații primite de la ANC în conformitate cu articolul 25 alineatul (3) din Directiva 2011/61/UE.

⁽¹⁾ Regulamentul delegat (UE) nr. 231/2013 al Comisiei din 19 decembrie 2012 de completare a Directivei 2011/61/UE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește derogările, condițiile generale de operare, depozitarii, efectul de levier, transparența și supravegherea (JO L 83, 22.3.2013, p. 1).

ANEXA II

RAȚIONAMENT ECONOMIC ȘI EVALUARE

CUPRINS

	Pagina
Listă de abrevieri	12
I. Introducere	13
II. Recomandarea CERS privind riscul de lichiditate și riscul efectului de levier în cadrul fondurilor de investiții	17
II.1. Recomandarea A – Instrumente de administrare a lichidităților pentru răscumpărare	17
II.1.1. Raționament economic și efecte preconizate	17
Recomandarea A punctul 1 – Disponibilitatea instrumentelor suplimentare de administrare a lichidităților	17
Recomandarea A punctele 2 și 3 – Dispoziții suplimentare cu privire la rolul ANC și ESMA în legătură cu suspendarea de către ANC a răscumpărărilor cu implicații transfrontaliere asupra stabilității financiare	21
II.1.2. Efecte neintenționate	22
II.2. Recomandarea B – Dispoziții suplimentare pentru reducerea probabilității apariției unor necorelări ale lichidităților excesive	22
II.2.1. Raționament economic și efecte preconizate	22
II.2.2. Efecte neintenționate	30
II.3. Recomandarea C – Testarea la stres	31
II.3.1. Raționament economic și efecte preconizate	31
II.3.2. Efecte neintenționate	34
II.4. Recomandarea D – Obligațiile de raportare ale OPCVM	35
II.4.1. Raționament economic și efecte preconizate	35
Recomandarea D punctul 1 – Obligații de raportare pentru OPCVM și societățile de administrare a OPCVM	35
Recomandarea D punctul 2 – Frecvența și sfera de acoperire a obligațiilor de raportare pentru OPCVM și pentru societățile de administrare a OPCVM	38
Recomandarea D punctul 3 – Armonizarea raportării și a schimbului de informații	39
II.4.2. Efecte neintenționate	39
II.5. Recomandarea E – Orientări cu privire la articolul 25 din Directiva 2011/61/UE	40
II.5.1. Raționament economic și efecte preconizate	40
Recomandarea E punctul 1 – Evaluarea riscului sistemic legat de efectul de levier	40
Recomandarea E punctul 2 – Limitele macroprudențiale ale efectului de levier	45
Recomandarea E punctul 3 – Procedura de notificare	48
Recomandarea E punctul 4 – Analiza comparativă	48
II.5.2. Efecte neintenționate	48
Referințe	49
Apendice	52

Listă de abrevieri

a-LMT	instrumente suplimentare de administrare a lichidităților
FIA	fond de investiții alternative
AFIA	administrator de fond de investiții alternative
CAERVM	Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare
CRE	proprietăți imobiliare comerciale
DCT	depozitar central al titlurilor de valoare
ABE	Autoritatea bancară europeană
BCE	Banca Centrală Europeană
SEE	Spațiul Economic European
ELTIF	fonduri europene de investiții pe termen lung
SEBC	Sistemul European al Băncilor Centrale
ESMA	Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe
CERS	Comitetul european pentru risc sistemic
UE	Uniunea Europeană
EUR	euro
CSF	Consiliul pentru Stabilitate Financiară
IOSCO	Organizația Internațională a Comisiilor de Valori Mobiliare
FPM	fond de piață monetară
VAN	valoarea activului net
ANC	autoritate națională competentă
SEC	Comisia pentru valori mobiliare și burse de valori
OPCVM	organisme de plasament colectiv în valori mobiliare
VaR	valoare la risc

Prezenta anexă furnizează material de referință pentru recomandările CERS în vederea sprijinirii implementării acestora în UE. În special, fiecare recomandare este prezentată detaliat mai jos, alături de raționamentul economic și o evaluare, incluzând posibilele efecte intenționate și neintenționate, precum și impactul potențial asupra pieței. În scopul analizei, s-au utilizat, în mare măsură, studii și documente de politică, regulamente naționale și rezultate ale unor anchete ale ESMA, CERS și IOSCO (de exemplu, privind disponibilitatea și utilizarea instrumentelor de administrare a lichidităților, utilizarea efectului de levier al fondurilor în conformitate cu Directiva 2009/65/CE a Parlamentului European și a Consiliului ⁽¹⁾ și Directiva 2011/61/UE a Parlamentului European și a Consiliului ⁽²⁾ și practicile de testare la stres utilizate de administratorii de fonduri).

I. Introducere

Considerații de natură structurală

Sectorul fondurilor de investiții al Uniunii s-a dezvoltat considerabil în ultimii ani. Din anul 2008, activele nete totale ale fondurilor de investiții din UE s-au majorat cu peste 200 %, de la 6 200 de miliarde EUR la 15 300 de miliarde EUR în trimestrul III 2017 ⁽³⁾. Ar trebui notat, de asemenea, că, în aceeași perioadă, FIA europene și-au triplat volumul, crescând de la 1 600 de miliarde EUR la 5 800 de miliarde EUR ⁽⁴⁾. Pe măsură ce sectorul fondurilor de investiții devine o componentă mai semnificativă a pieței financiare totale, gestionarea riscurilor sistemice din acest sector devine mai pertinentă.

Fondurile de investiții prezintă o gamă deosebit de complexă de comportamente potențiale de reacție la tensiunile de pe piețe. Fondurile de investiții constituie doar unul dintre numeroasele tipuri majore de investitori pe piețele financiare – altele includ bănci, societăți de asigurare, fonduri de pensii, investitori individuali, birouri familiale, fonduri suverane de investiții și intermediari diverși. Fiecare tip are propriile caracteristici comportamentale specifice. O caracteristică tipică pentru fondurile de investiții o reprezintă colectarea de fonduri de la o mare varietate de investitori finali și canalizarea acestor investiții pe piețe prin intermediul unei structuri de plasament colectiv. Această trăsătură, combinată cu faptul că majoritatea fondurilor de investiții sunt „de tip deschis” (*open-ended*) (mai exact, investitorii finali își pot retrage din fond investiția înainte ca activele-suport să ajungă la scadență), înseamnă că, în condiții de tensiuni pe piețe, fondurile de investiții prezintă o gamă deosebit de complexă de comportamente potențiale. O posibilitate care merită luată în considerare o reprezintă faptul că un fond de investiții, sau un subsector al unui fond de investiții, ar putea, ca răspuns la tensiuni pe piețe și la comportamentul implicit de răscumpărare manifestat de investitori, vinde, pe o scară semnificativă, active pe o piață în scădere, exacerbând astfel șocul pe piață și contribuind la instabilitatea financiară.

Fondurile de investiții tind să își mențină strategia de investiții în prezența unor șocuri pe piață. Cu excepția unor FIA, fondurile de investiții optează, de regulă, pentru niveluri scăzute ale efectului de levier ⁽⁵⁾. În acest caz, fondurile care nu se confruntă cu presiuni de răscumpărare tind să își păstreze activele și pot chiar, în mod oportun, urmări să achiziționeze active pe fondul scăderii prețurilor, producând astfel un impact anticiclic.

Surse de risc

Principalul motiv pentru care fondurile pot acționa diferit și pot vinde pe o piață în scădere în perioada unui șoc pe piață ar fi nivelul neașteptat de ridicat al cererii de operațiuni de răscumpărare. Deși nu acesta a fost tiparul istoric de evoluție, au existat unele cazuri de niveluri ridicate ale cererii de operațiuni de răscumpărare în perioadele caracterizate de tensiuni pe piețe. De asemenea, tiparul anterior al comportamentului unui fond de investiții nu indică în mod necesar comportamentul viitor al acestuia. Din acest motiv, nu putem avea certitudinea că respectivele cazuri vor continua să fie rare sau izolate. O explicație a posibilei înregistrări a unor niveluri ridicate ale cererii de operațiuni de răscumpărare în perioadele caracterizate de tensiuni pe piețe o constituie faptul că fondurile de investiții nu acționează doar ca vehicule pentru investițiile de capital pe termen lung fără efect de levier. În schimb, fondurile sunt utilizate uneori de investitori care au perspective pe termen mai scurt, iar proporția acestor investitori poate varia semnificativ, în funcție de alte influențe pe piață. Aceasta creează potențialul unui risc sistemic mult mai semnificativ în cadrul sectorului decât ar fi cazul dacă nivelurile ridicate ale răscumpărărilor s-ar înregistra numai rar sau izolat. Pe măsură ce sectorul se extinde, acest fapt devine, la rândul său, un aspect mai important al riscului sistemic în ansamblu.

⁽¹⁾ Directiva 2009/65/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 13 iulie 2009 de coordonare a actelor cu putere de lege și a actelor administrative privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) (JO L 302, 17.11.2009, p. 32).

⁽²⁾ Directiva 2011/61/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 8 iunie 2011 privind administratorii fondurilor de investiții alternative și de modificare a Directivelor 2003/41/CE și 2009/65/CE și a Regulamentelor (CE) nr. 1060/2009 și (UE) nr. 1095/2010 (JO L 174, 1.7.2011, p. 1).

⁽³⁾ „Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017”, Asociația europeană a administratorilor de fonduri și de active, decembrie 2017.

⁽⁴⁾ Ar trebui menționat faptul că, din 2014, FIA au fost clasificate în conformitate cu definiția legală din Directiva 2011/61/UE. De atunci, activele nete s-au majorat cu peste 25 %.

⁽⁵⁾ Comitetul european pentru risc sistemic, „EU Shadow Banking Monitor”, nr. 2, mai 2017.

Cea de a doua sursă importantă de risc sistemic o reprezintă faptul că se încurajează privilegierea randamentului în raport cu lichiditatea sau majorarea efectului de levier astfel încât să se obțină un randament care să fie atractiv pentru investitori. Cu cât un fond de investiții are un efect de levier mai ridicat, cu atât este mai puțin probabil că acesta va da dovadă de reziliență în perioadele caracterizate de tensiuni pe piețe. În plus, cu cât un fond de investiții privilegiază mai mult randamentul în raport cu lichiditatea, cu atât mai puțin s-ar putea afla într-o poziție avantajoasă care să îi permită să facă față într-un mod ordonat salturilor înregistrate de cererea de răscumpărări. Acest comportament ar putea fi exacerbat în cazul în care privilegierea randamentului nu este evidentă pentru investitorii potențiali, fie pentru că activele investite par a fi lichide, deși lichiditatea nu este rezilientă, fie deoarece efectul de levier este încorporat în instrumente derivate și amploarea acestuia nu este transparentă.

Cea de a treia sursă de risc sistemic este modul de funcționare a mecanismului de răscumpărare. Fondurile de investiții de tip deschis pot duce la apariția unui „avantaj al celui care acționează primul”, ceea ce înseamnă că investitorii care răscumpără nu suportă costul integral al răscumpărării anticipate, acesta fiind, în schimb, transferat la nivelul celorlalți deținători de unități. Administratorii de fonduri se confruntă și cu un aspect reputațional conexe, care poate conduce la reticență cu privire la suspendarea răscumpărărilor, chiar și atunci când ar fi în interesul investitorilor să procedeze astfel, asigurând totodată un echilibru între furnizarea de lichiditate investitorilor care au solicitat răscumpărări atât timp cât există lichiditate în cadrul fondului și stabilirea faptului că circumstanțele sunt excepționale într-o măsură suficientă pentru a justifica o suspendare.

Cea de a patra sursă de risc sistemic provine din faptul că funcționarea mecanismului de răscumpărare depinde de lichiditatea pieței. Pentru multe dintre instrumentele în care fondurile de investiții investesc, lichiditatea a depins, în mod tradițional, de formatorii de piață și a variat în timp și în funcție de instrumente. Evoluțiile recente – inclusiv reducerea volatilității, dependența sporită de tranzacțiile electronice, fragmentarea surselor de lichiditate și deținerile mai mici de active de către formatorii de piață tradiționali, de exemplu băncile și firmele de tip broker/dealer, precum și factorii ciclici, cum ar fi politica monetară – indică faptul că structura furnizării de lichiditate se poate modifica în timp (deși studiile în curs nu au identificat încă dovezi unanime cu privire la înregistrarea unui nivel scăzut al lichidității în acest moment). Aceste variații pot afecta robustețea furnizării de lichiditate în situația manifestării unor tensiuni pe piețe. Amploarea acestor variații ale structurii lichidității este dificil de prevăzut și, în consecință, fondurile de investiții se pot regăsi în situația de a se baza pe niveluri ale lichidității care sunt mai puțin reziliente decât s-a anticipat.

Există interacțiuni importante între caracteristicile legate de efectul de levier, lichiditate și răscumpărare ale fondurilor de investiții. Fondurile de investiții care utilizează efectul de levier și care se confruntă cu niveluri mai ridicate ale apelurilor în marjă, retrageri ale finanțării sau majorări ale marjelor de ajustare a valorii (*haircuts*) pot efectua ajustări rapide în cazul în care dețin active care pot fi lichidate într-un timp scurt. Cu toate acestea, dacă un fond cu un nivel ridicat al efectului de levier deține volume mai mici de active lichide și face obiectul unor răscumpărări potențiale pe termen scurt sau al unor modificări ale termenilor de creditare, acesta poate fi nevoit să vândă rapid active pe piețe mai puțin lichide (vânzare la o valoare mai mică decât valoarea de răscumpărare) pentru a-și onora obligațiile. Deși, în eventualitatea unor apeluri în marjă, fondurile de investiții pot suspenda răscumpărările în interesul investitorilor, fondul va trebui să atragă rapid numerar prin finanțare de urgență și/sau vânzări de active pentru a evita lichidarea, ceea ce ar cauza, în mod potențial, un risc de contrapartidă semnificativ și ar putea exercita un impact considerabil asupra prețurilor activelor.

Băncile centrale, piețele și autoritățile de reglementare a piețelor valorilor mobiliare și-au exprimat preocuparea cu privire la posibilitatea ca fondurile de investiții să amplifice riscurile sistemice⁽¹⁾. La nivel global, CSF a stabilit că necorelările lichidităților din cadrul fondurilor de investiții și utilizarea efectului de levier conduc la vulnerabilități structurale potențial semnificative în sectorul administrării fondurilor. Ulterior, CSF a subliniat importanța examinării și soluționării vulnerabilităților structurale potențiale asociate necorelărilor lichidităților și utilizării efectului de levier de către fondurile de investiții, care ar putea prezenta riscuri la adresa stabilității financiare. CSF recomandă, de exemplu, autorităților să monitorizeze utilizarea efectului de levier de către fonduri și să adopte măsuri, după caz⁽²⁾.

⁽¹⁾ A se vedea „Financial Stability Report – December 2015” (Bank of England); „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities” nr. 2, 2015 (AEVMP); „Financial Stability Review”, mai 2016 (BCE); „Update on Review of Asset Management Products and Activities”, aprilie 2016 (Consiliul de supraveghere a stabilității financiare); „Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union”, aprilie 2016 (discurs susținut de Vítor Constâncio); „Measuring and assessing stability risks in financial markets”, mai 2015 (discurs susținut de Steven Maijoor); „Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry”, decembrie 2014 (discurs susținut de Mary Jo White).

⁽²⁾ „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities”, Consiliul pentru Stabilitate Financiară, ianuarie 2017.

Cadrul actual de reglementare aplicabil lichidităților și efectului de levier în cadrul fondurilor de investiții

În Europa, cadrul de reglementare aplicabil administrării lichidităților și a efectului de levier în cadrul fondurilor de investiții constă în Directivele 2009/65/CE și 2011/61/UE. Acest cadru stă la baza modului în care fondurile de investiții din Europa trebuie să își administreze lichiditățile și efectul de levier și servește ca punct de pornire pentru evaluarea riscurilor sistemice generate de necorelările lichidităților din cadrul fondurilor de investiții și utilizarea efectului de levier.

OPCVM sunt fonduri de investiții puternic reglementate. OPCVM sunt fonduri de investiții care investesc în active eligibile, precum numerar și depozite de tip numerar, obligațiuni, participații la capital, instrumente de piață monetară și alte fonduri de investiții (a se vedea caseta 1a). Teoretic, OPCVM sunt mai puțin susceptibile de a fi afectate de necorelări ale lichidităților, întrucât se presupune că atât activele, cât și pasivele acestora sunt tranzacționate într-un interval scurt. OPCVM pot investi numai în valori mobiliare sau în alte active financiare lichide, ale căror norme de eligibilitate sunt prezentate detaliat într-o directivă specifică⁽¹⁾. OPCVM au obligația (sub rezerva posibilității ca fondul de investiții să fie suspendat) de a răscumpăra unitatea de fond a unui investitor la cererea deținătorului: aceasta înseamnă că OPCVM trebuie să permită efectuarea de răscumpărări cel puțin de două ori pe lună, deși multe OPCVM permit răscumpărări zilnice sau săptămânale. Cu privire la efectul de levier, OPCVM funcționează în limitele efectului de levier reglementat. OPCVM pot utiliza efectul de levier financiar numai prin intermediul împrumuturilor în numerar negarantate în schimbul a până la 10 % din active și cu condiția ca aceste împrumuturi să fie numai temporare (a se vedea caseta 1b). Prin urmare, în cazul OPCVM care utilizează atât împrumuturi în numerar, cât și operațiuni de finanțare prin instrumente financiare sau instrumente derivate, efectul de levier poate fi superior VAN de maximum 2,1 ori.

FIA sunt fonduri de investiții cărora li se permite să investească în active similare celor ale OPCVM, dar care nu fac obiectul unor restricții atât de detaliate privind diversificarea, lichiditatea sau efectul de levier. FIA pot investi, de asemenea, în instrumente financiare care nu sunt active eligibile pentru OPCVM, precum capital privat, capital de risc, proprietăți imobiliare, mărfuri și alte active alternative. Cu toate acestea, administratorii au obligația de a introduce proceduri de administrare a lichidităților în cazul în care administrează FIA de tip deschis sau FIA de tip închis care utilizează efectul de levier. Aceasta include alinierea strategiei de investiții a fondului de investiții, profilul de lichiditate și politica de răscumpărare, precum și stabilirea unor limite corespunzătoare de administrare a lichidităților și a unor testări la stres (a se vedea caseta 1a). Ar trebui notat faptul că AFIA care funcționează sub anumite praguri⁽²⁾ nu pot face obiectul aceluiași cerințe, caz în care nu vor putea beneficia de pașaportul disponibil în conformitate cu Directiva 2011/61/UE în vederea comercializării în alte jurisdicții ale Uniunii. Cu privire la efectul de levier, FIA nu funcționează în limitele efectului de levier reglementat. FIA au numai obligația de a raporta utilizarea efectului de levier (a se vedea caseta 1b).

Caseta 1a: Cadrul actual de reglementare aplicabil lichidităților fondurilor de investiții

Directiva 2009/65/CE – OPCVM

Frecvența tranzacționării. OPCVM trebuie să pună la dispoziție facilități care să permită rambursarea sau răscumpărarea la cererea investitorilor din cadrul fondului. Aceasta înseamnă că OPCVM trebuie să permită cereri de răscumpărare cel puțin de două ori pe lună⁽³⁾, deși multe dintre acestea permit răscumpărări zilnice sau săptămânale⁽⁴⁾.

Procedurile de tranzacționare. Directiva 2009/65/CE nu specifică procedurile de tranzacționare care trebuie urmate de OPCVM. În practică, un termen de tranzacționare pentru primirea cererilor va fi stabilit la un moment anterior celui al evaluării – care ar putea avea loc cu câteva ore sau câteva zile mai târziu. De asemenea, OPCVM va plăti, în general, suma aferentă rambursării în concordanță cu procedurile de decontare detaliate în documentația fondului, în care ar putea fi menționată o perioadă de trei până la cinci zile după momentul evaluării⁽⁵⁾. În conformitate cu procedurile de tranzacționare, există o perioadă situată între data-limită pentru primirea cererilor și termenul pentru plata sumei aferente răscumpărării. Aceasta acordă societății de administrare a OPCVM timp pentru a vinde investițiile și a genera numerar pentru plata sumei aferente răscumpărării, dacă este necesar.

(1) Directiva 2007/16/CE a Comisiei din 19 martie 2007 privind punerea în aplicare a Directivei 85/611/CEE a Consiliului privind coordonarea actelor cu putere de lege și a actelor administrative privind anumite organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), în ceea ce privește clarificarea anumitor definiții (JO L 79, 20.3.2007, p. 11).

(2) AFIA care administrează FIA cu active totale sub 100 de milioane EUR sau care administrează FIA cu active totale sub 500 de milioane EUR, cu condiția ca FIA să nu utilizeze efectul de levier și să nu existe drepturi de răscumpărare pe o perioadă de cinci ani de la data investiției inițiale în fiecare FIA.

(3) ANC pot permite OPCVM să reducă frecvența la o dată pe lună „cu condiția că această derogare să nu prejudicieze interesul deținătorilor de titluri de participare”. Totuși, această opțiune nu a fost transpusă în legislația națională de toate statele membre.

(4) A se vedea, de exemplu, articolul 76 din Directiva 2009/65/CE.

(5) Fondurile de piață monetară cu o VAN constantă pot oferi decontare în aceeași zi.

Active eligibile. OPCVM fac obiectul unor norme detaliate privind activele eligibile și sunt, prin urmare, obligate să investească predominant în active lichide. Acestea includ: valori mobiliare lichide cotate și instrumente de piață monetară; instrumente financiare derivate tranzacționate la bursă; și depozite bancare care sunt rambursabile la cerere sau care includ drepturi de retragere și care ajung la scadență în cel mult 12 luni ⁽¹⁾. Pentru a sprijini în continuare lichiditatea, sunt stipulate criteriile aplicabile piețelor pe care trebuie cotate sau tranzacționate activele eligibile ⁽²⁾.

Verificarea prealabilă investițiilor. Înainte ca o societate de administrare a OPCVM să efectueze o investiție, aceasta trebuie să analizeze, *inter alia*, contribuția investiției la structura portofoliului, lichiditatea, precum și profilul de risc și de randament al fondului OPCVM ⁽³⁾.

Gestionarea riscurilor. În cadrul proceselor de gestionare a riscurilor, o societate de administrare a OPCVM trebuie să urmeze o procedură corespunzătoare de gestionare a riscului de lichiditate pentru a asigura că fiecare OPCVM pe care îl administrează se poate conforma, în toate circumstanțele previzibile, inclusiv în situații caracterizate de tensiuni, obligației de a răscumpăra unități în cazul în care un deținător de unități solicită acest lucru. După caz, o societate de administrare a OPCVM trebuie să efectueze testări la stres pentru a evalua riscul de lichiditate al OPCVM în condiții excepționale ⁽⁴⁾.

Compensarea subscrierilor și răscumpărilor. În cazul în care un fond OPCVM primește ordine de subscriere și de răscumpărare pentru aceeași zi de tranzacționare, acesta va corela tranzacțiile de unități și va utiliza sumele aferente subscrierii primite pentru plata unora sau a tuturor cererilor de răscumpărare, ceea ce reduce sau elimină orice necesitate de a vinde investițiile-suport pentru a genera numerar în vederea rambursării investitorilor care au solicitat acest lucru.

Directiva 2011/61/UE – DAFIA

Procedurile de tranzacționare. La fel ca în cazul OPCVM, Directiva 2011/61/UE nu specifică procedurile de tranzacționare care trebuie utilizate pentru FIA. Un AFIA va elabora proceduri de tranzacționare care sunt adecvate pentru FIA pe care le administrează și care îi asigură timp suficient pentru a vinde investițiile și a genera numerar pentru plata sumelor aferente răscumpărării.

Gestionarea riscurilor. Articolul 15 din Directiva 2011/61/UE conține dispoziții similare celor referitoare la verificarea prealabilă investițiilor din Directiva 2009/65/CE (explicată mai sus). Articolul impune, în cadrul gestionării riscurilor AFIA, ca riscurile asociate fiecărei poziții de investiții a FIA și efectul global al acestora asupra portofoliului FIA să fie permanent identificate, măsurate, gestionate și monitorizate în mod corespunzător, inclusiv prin utilizarea unor proceduri adecvate de testare la stres. De asemenea, Directiva 2011/61/UE prevede că AFIA trebuie să asigure consecvența strategiei de investiții, a profilului de lichiditate și a politicii de răscumpărare pentru fiecare FIA pe care îl administrează ⁽⁵⁾. Un AFIA trebuie să dispună de sisteme adecvate de administrare a lichidităților pentru a monitoriza riscul de lichiditate al FIA și a asigura că profilul de lichiditate al investițiilor FIA se conformează obligațiilor care stau la baza acestuia. De asemenea, un AFIA trebuie să efectueze periodic testări la stres, atât în condiții normale, cât și în condiții excepționale de lichiditate, pentru a evalua și a monitoriza riscul de lichiditate al FIA ⁽⁶⁾. Aceste obligații sunt suplimentate cu normele detaliate de nivel 2 privind administrarea lichidităților ⁽⁷⁾.

Compensarea subscrierilor și răscumpărilor. La fel ca în cazul OPCVM, un AFIA poate compensa ordinele nete de subscriere și de răscumpărare la un FIA de tip deschis.

⁽¹⁾ Norme suplimentare detaliate privind activele eligibile se aplică FPM, indiferent dacă sunt înființate ca OPCVM sau ca FIA (de exemplu, norme privind portofoliul referitoare la activele cu scadență zilnică și săptămânală). A se vedea Regulamentul (UE) 2017/1131.

⁽²⁾ Cu toate acestea, admiterea la tranzacționare nu garantează lichiditatea. Un fond OPCVM se poate baza însă pe o admitere, cu excepția cazului în care are, sau ar trebui să aibă, cunoștință de circumstanțe care indică faptul că un anumit activ nu este lichid. În acest caz, fondul OPCVM trebuie să evalueze lichiditatea titlului de valoare pentru a putea stabili dacă adăugarea acestuia la portofoliu ar compromite lichiditatea portofoliului.

⁽³⁾ A se vedea, de exemplu, articolul 23 alineatul (4) din Directiva 2010/43/UE a Comisiei din 1 iulie 2010 de punere în aplicare a Directivei 2009/65/CE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește cerințele organizatorice, conflictele de interese, regulile de conduită, administrarea riscului și conținutul acordului dintre depozitar și societatea de administrare (JO L 176, 10.7.2010, p. 42).

⁽⁴⁾ A se vedea, de exemplu, articolul 40 alineatul (3) din Directiva 2010/43/UE.

⁽⁵⁾ A se vedea, de exemplu, articolul 16 alineatul (2) din Directiva 2011/61/UE.

⁽⁶⁾ A se vedea, de exemplu, articolul 16 alineatul (1) din Directiva 2011/61/UE.

⁽⁷⁾ A se vedea, de exemplu, articolele 46-49 din Regulamentul delegat (UE) nr. 231/2013 al Comisiei din 19 decembrie 2012 de completare a Directivei 2011/61/UE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește derogările, condițiile generale de operare, depozitarii, efectul de levier, transparența și supravegherea (JO L 83, 22.3.2013, p. 1).

Caseta 1b: Cadrul actual de reglementare aplicabil efectului de levier în cadrul fondurilor de investiții**Directiva 2009/65/CE – OPCVM**

Împrumuturi. OPCVM pot utiliza efectul de levier financiar prin contractarea de împrumuturi în valoare de până la cel mult 10 % din activele pe care le dețin, cu condiția ca orice astfel de împrumut să fie numai de natură temporară. Aceste împrumuturi pot fi utilizate dacă există o necorelare temporară a fluxurilor de numerar, de exemplu atunci când sumele aferente răscumpărării trebuie achitate înaintea primirii banilor la OPCVM după vânzarea investițiilor.

Utilizarea efectului de levier sintetic. Cu privire la utilizarea efectului de levier sintetic prin intermediul expunerilor la instrumente financiare derivate, OPCVM pot crea expuneri sintetice – calculate în conformitate cu abordarea bazată pe angajamente – până la o sumă egală cu VAN totală. Prin urmare, OPCVM pot utiliza atât împrumuturi, cât și instrumente financiare derivate pentru a obține un efect de levier care poate fi superior VAN de maximum 2,1 ori. În conformitate cu Directiva 2009/65/CE, ANC pot permite, de asemenea, OPCVM să își calculeze expunerea globală utilizând abordarea valorii la risc (*value-at-risk* – VaR) sau alte metodologii avansate de măsurare a riscului în locul abordării bazate pe angajamente. Pentru aceste fonduri, utilizarea efectului de levier este restricționată numai indirect prin limitări privind riscul de piață al fondului, astfel cum se explică în orientările de nivel 3 ale CESR ⁽¹⁾. Prin urmare, fondurile care utilizează abordarea VaR *absolută* sunt limitate la o VaR în termeni absoluți care nu depășește 20 % din VAN (pe o perioadă de 20 de zile). La rândul lor, fondurile care aplică abordarea VaR *relativă* se limitează la nu mai mult de dublul riscului de pierdere în cadrul unui model VaR dat al unui portofoliu similar, dar care nu utilizează efectul de levier. Un aspect important îl constituie faptul că aceste abordări VaR permit, în mod potențial, un efect de levier semnificativ mai ridicat decât ar fi permis în cadrul abordării bazate pe angajamente, în funcție de volatilitatea activelor-suport. Rezultatele sondajelor pentru 11 jurisdicții din cadrul Uniunii indică faptul că subsetul de fonduri OPCVM care aplică abordările VaR pentru calcularea expunerii globale ar putea reprezenta între 27 % și 50 % din sectorul OPCVM al Uniunii în ceea ce privește VAN.

Directiva 2011/61/UE – DAFIA

Împrumuturile și utilizarea efectului de levier sintetic. FIA nu funcționează în limitele efectului de levier reglementat. Directiva 2011/61/UE prevede că fondurile trebuie să raporteze numai cu privire la utilizarea efectului de levier. Cu toate acestea, Directiva 2011/61/UE permite autorităților competente să impună limite cu privire la nivelul efectului de levier pe care administratorii de fonduri îl pot utiliza în cadrul FIA, precum și alte restricții referitoare la gestionarea riscurilor, pentru a limita „în ce măsură utilizarea efectului de levier contribuie la crearea de riscuri sistemice în sistemul financiar sau a riscului de piețe dezordonate”. Până în prezent, nicio autoritate nu a implementat acest instrument și niciun cadru la nivelul UE de sprijinire a unei implementări armonizate a cerințelor macroprudențiale privind efectul de levier nu a fost elaborat.

II. Recomandarea CERS privind riscul de lichiditate și riscul efectului de levier în cadrul fondurilor de investiții**II.1. Recomandarea A – Instrumente de administrare a lichidităților pentru răscumpărare****II.1.1. Raționament economic și efecte preconizate****Recomandarea A punctul 1 – Disponibilitatea instrumentelor suplimentare de administrare a lichidităților**

Cadrul de reglementare aplicabil administrării lichidităților fondurilor de investiții în Uniune trebuie extins. Dispozițiile privind administrarea lichidităților din Directivele 2009/65/CE și 2011/61/UE au fost, în general, adecvate în trecut. Cu toate acestea, dezvoltarea continuă a sectorului fondurilor de investiții, combinată cu creșterea înregistrată de activitatea sa de transformare a lichidității, ar putea conduce la riscuri sporite la adresa stabilității financiare, care trebuie contracarate.

Instrumentele adecvate de administrare a lichidităților ar putea elimina necorelările lichidităților apărute în cadrul OPCVM și al FIA de tip deschis, reducând astfel riscurile la adresa stabilității financiare în situații caracterizate de tensiuni pe piețe. Necorelările lichidităților sunt deosebit de relevante pentru fondurile de tip deschis care oferă oportunități frecvente de răscumpărare, dar investesc în active care, în anumite cazuri, nu pot fi vândute rapid fără un impact semnificativ asupra prețului de piață al acestora. Multe fonduri de tip deschis oferă răscumpărări zilnice, dar nu toate. În conformitate cu dispozițiile Directivelor 2009/65/CE și 2011/61/UE, administratorii de fonduri sunt responsabili de stabilirea frecvenței de răscumpărare (a se vedea caseta 1a). Există un set de a-LMT care pot contribui la atenuarea riscurilor de lichiditate în cazul fondurilor de tip deschis prin reducerea „avantajului celui care acționează primul” ⁽²⁾ în situații caracterizate de tensiuni pe piețe (*ex ante*), precum și a apariției unei spirale a lichidității (*ex post*).

⁽¹⁾ Ghidul CESR privind măsurarea riscului și calculul expunerii globale și al riscului de contraparte pentru OPCVM-uri, 28 iulie 2010.

⁽²⁾ Pentru explicații suplimentare ale conceptului, a se vedea secțiunea II punctul 1 din anexa la Recomandarea CERS/2012/1 a Comitetului european pentru risc sistemic din 20 decembrie 2012 privind fondurile de piață monetară (JO C 146, 25.5.2013, p. 1).

Instrumentele *ex ante* pot fi utilizate pentru a reduce „avantajul celui care acționează primul” și riscul sistemic. În principiu, aceste instrumente pot fi utilizate fie în condiții normale, fie în condiții caracterizate de tensiuni pe piață. Scopul unor instrumente *ex ante* precum devierea prețurilor și taxele anti-diluție este acela de a trata consumatorii în mod echitabil, asigurând faptul că restul investitorilor nu sunt dezavantajați de acțiunile investitorilor care răscumpără. Aceasta ar trebui să descurajeze investitorii să solicite rambursarea înaintea altora pentru a beneficia de costuri mai scăzute. Cu toate acestea, dacă investitorii sunt decizi să lichideze pozițiile fondului, aceștia vor acționa în această direcție, indiferent de costul asociat. Prin urmare, instrumentele nu fac decât să atenueze „avantajul celui care acționează primul”, fără a crea, în mod necesar, presiuni în sensul vânzării pe piețele activelor-suport.

Instrumentele *ex post* permit administratorilor de fonduri să administreze lichiditățile fondurilor de investiții controlând sau limitând ieșirile. Aceste instrumente reduc, de regulă, obligația administratorilor de a vinde imediat active (la sau sub prețul pieței) ca reacție la cererile de răscumpărare ale investitorilor. În consecință, aceștia pot acționa, într-o anumită măsură, ca un tip de disjunctiv pentru a reduce apariția unei spirale a lichidității. Instrumentele *ex post* sunt, de regulă, utilizate în condiții caracterizate de tensiuni pe piață.

Disponibilitatea și implementarea a-LMT pentru fondurile de investiții variază semnificativ de la o jurisdicție la alta. Deși suspendarea răscumpărărilor de către administratorul fondului sau ANC este permisă în mod explicit în conformitate cu Directivele 2009/65/CE și 2011/61/UE, aceasta din urmă nu prevede niciun alt a-LMT. Prin urmare, există diferențe în ceea ce privește disponibilitatea, precum și procedurile specifice care reglementează utilizarea a-LMT de la o jurisdicție la alta. Un studiu efectuat de IOSCO⁽¹⁾ și, de asemenea, un studiu recent efectuat de ESMA⁽²⁾ în rândul statelor membre ale Uniunii arată că în unele state membre este disponibil un set de instrumente a-LMT, inclusiv devierea prețurilor și taxele anti-diluție. Cu toate acestea, în majoritatea statelor membre sunt disponibile mai puține instrumente.

Instrumentele cel mai des întâlnite în statele membre ale Uniunii sunt:

- comisioanele de răscumpărare;
- limitele de răscumpărare;
- răscumpărările în natură;
- conturile pentru active nelichide (*side pockets*);
- suspendarea răscumpărărilor.

Singurul instrument comun tuturor jurisdicțiilor participante este suspendarea răscumpărărilor. Următoarea pe lista instrumentelor cel mai des întâlnite este răscumpărarea în natură, care este disponibilă în 17 state membre.

În majoritatea statelor membre, administratorii de fonduri sunt responsabili numai de activarea instrumentelor de administrare a lichidităților, în timp ce autoritățile de reglementare dețin un rol minor în proces și nu pot activa instrumentele. Administratorii de fonduri nu necesită o autorizație legală pentru a activa cea mai mare parte a a-LMT. Numai trei state membre ale Uniunii impun deținerea unei autorizații pentru unele instrumente și numai unul face uz de competența de a suspenda răscumpărările. Cu toate acestea, instrumentele de lichiditate și circumstanțele în care acestea pot fi utilizate trebuie, de regulă, enumerate în actele constitutive ale fondului de investiții, care fac obiectul autorizării în statele membre ale UE. Autorităților de reglementare nu li se permite, în mod normal, să activeze instrumentele. Excepția generală de la această regulă o constituie suspendarea răscumpărărilor, care poate fi impusă de autoritatea de reglementare în cazul în care este considerată în interesul public, care se presupune că include și factorii stabilității financiare. În mai multe jurisdicții, ANC li se acordă competența activării limitelor de răscumpărare.

Disponibilitatea instrumentelor este, în unele cazuri, limitată la anumite tipuri de fonduri de investiții și/sau la circumstanțe excepționale. Opțiunea utilizării a-LMT variază în condiții normale. În unele state membre, anumite instrumente pot fi utilizate în circumstanțe normale, de obicei cu condiția ca utilizarea posibilă a acestora să fi fost prevăzută anterior în actele constitutive ale fondului. În alte state membre, utilizarea anumitor instrumente este limitată la circumstanțe extraordinare. În toate statele membre, utilizarea competenței de a suspenda răscumpărările este limitată la circumstanțe extraordinare.

(1) Studiul IOSCO acoperă atât state membre ale Uniunii, cât și state din afara Uniunii. Acest raport se axează pe răspunsurile primite de la 11 state membre participante din Uniune. Disponibil la <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>

(2) Pentru mai multe informații, a se vedea tabelul A punctul 1 din anexă.

Orientările furnizate de autoritățile de reglementare cu privire la utilizarea a-LMT sunt eterogene și diferă pentru fiecare instrument în parte. Nu este întotdeauna stabilită o limită temporală maximă aplicabilă suspendării răscumpărării, trei state membre nefurnizând niciun fel de orientări cu privire la utilizarea suspendării răscumpărării. Referitor la alte a-LMT, există rareori definiții oficiale, deși statele membre au, de regulă, o înțelegere generală a instrumentelor. În majoritatea cazurilor, nu există dispoziții specifice de reglementare în legislația sau orientările naționale ale ANC cu privire la utilizarea instrumentelor.

CSF a identificat necorelările lichidităților ca fiind o vulnerabilitate structurală potențială pentru fondurile de investiții de tip deschis și a sugerat că instrumentele de gestionare a riscului de lichiditate ar trebui să fie disponibile pe o scară mai largă. Disponibilitatea unui set divers de instrumente de administrare a lichidităților *ex ante* și *ex post* în toate statele membre ar îmbunătăți capacitatea de reacție la situații caracterizate de tensiuni privind lichiditatea și, prin urmare, ar reduce riscurile la adresa stabilității financiare. ANC și administratorii fondurilor de investiții au indicat, de asemenea, în răspunsurile lor la o consultare organizată de Comisie, că ar fi favorabili disponibilității pe scară mai largă a instrumentelor de administrare a lichidităților ⁽¹⁾.

Efectele transfrontaliere subliniază necesitatea unui cadru de reglementare mai armonizat. Întrucât OPCVM și FIA investesc și funcționează adesea la nivel transfrontalier, impactul potențial al problemelor de lichiditate nu se limitează la jurisdicțiile în care OPCVM și FIA respective își au sediul social. Prin urmare, contagiunea ar putea contribui la formarea unor spirale ale lichidității cu efecte transfrontaliere. Un set omogen de instrumente de administrare a lichidităților ar trebui, în consecință, să fie disponibil la nivelul întregii Uniuni. Acesta va furniza fondurilor de investiții un set comun de a-LMT, pe care administratorii de fonduri ar trebui să îl evalueze și, după caz, să îl includă în actele constitutive ale fondurilor de investiții pentru a reduce riscurile de lichiditate transfrontaliere. Toate FIA și OPCVM ar trebui să aibă inclusă în actele lor constitutive, ca o procedură de rutină, competența de a suspenda rambursarea în condiții caracterizate de tensiuni pe piață.

Pe lângă extinderea disponibilității instrumentelor de administrare a lichidităților, recomandarea vizează și facilitarea activării acestora. Administratorii de fonduri ar putea manifesta reticență față de utilizarea anumitor instrumente de administrare a lichidităților din mai multe motive, inclusiv preocupările de natură reputațională sau contagiunea. Activarea unui instrument ar putea genera efecte de propagare, care ar putea avea un impact și asupra altor fonduri de investiții administrate de același administrator de fonduri. În unele cazuri, chiar și fondurile de investiții administrate de administratori de fonduri diferiți, dar cu o concentrare similară a portofoliului, ar putea fi afectate. Astfel, inserarea unui a-LMT în actele constitutive ale unui fond de investiții poate să nu fie suficientă pentru a reduce cu eficacitate riscurile de lichiditate asociate fondului de investiții în cazul în care administratorul manifestă reticență față de aplicarea a-LMT. Prin urmare, administratorii de fonduri ar trebui să asigure capacitatea operațională și planificarea pentru situații neprevăzute, care sunt necesare pentru activarea la timp a a-LMT. Prospectul fiecărui fond de investiții sau informațiile precontractuale dezvăluite investitorilor ar trebui așadar să conțină descrieri ale tuturor a-LMT incluse în actele constitutive, ale scopului acestora și ale modului în care sunt utilizate. Aceasta va oferi claritate și va familiariza investitorii cu instrumente care nu sunt utilizate în mod obișnuit.

Scopul recomandărilor este acela de a încuraja o abordare consecventă a utilizării instrumentelor de administrare a lichidităților în toate statele membre. Pentru a asigura aplicarea consecventă a a-LMT în toate statele membre, propunerea legislativă ar trebui să oblige ESMA să elaboreze orientări la nivel înalt privind modul în care a-LMT ar trebui implementate în procesul de administrare a lichidităților unui fond de investiții, precum și cerințele privind transparența și raportarea care ar trebui introduse. Pentru o mai bună înțelegere a efectelor a-LMT asupra stabilității financiare, CERS ar trebui să colaboreze cu ESMA cu privire la aspectele macroprudențiale. Administratorii de fonduri ar trebui să raporteze ANC cu privire la implementarea și utilizarea a-LMT. Pentru a evita un efort excesiv de raportare cu privire la orice a-LMT utilizat în mod periodic sau constant, raportarea ar putea include utilizarea instrumentelor numai în condiții caracterizate de tensiuni pe piață.

Instrumentele de administrare a lichidităților *ex ante* ar putea fi utilizate pentru a reduce crearea de riscuri sistemice și impactul acestora, în timp ce de instrumentele de administrare a lichidităților *ex post* ar putea fi activate în condiții caracterizate de tensiuni pe piață atunci când fondurile de investiții se confruntă cu ieșiri masive. Ambele tipuri de instrumente ar contribui, prin urmare, la contracararea riscurilor la adresa stabilității financiare generate de necorelări ale lichidităților la nivelul fondurilor de investiții. Este așadar recomandat ca ambele tipuri de instrumente să fie disponibile la nivelul Uniunii. Casetă 2 explică în continuare diferitele instrumente, recunoscând totodată că unele dintre instrumente nu vor fi întotdeauna adecvate sau necesare pentru toate tipurile de fonduri de investiții de tip deschis.

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

Caseta 2: Instrumente de administrare a lichidităților

Instrumente de administrare a lichidităților ⁽¹⁾ *ex ante*/hibride ⁽²⁾

Devierea prețurilor vizează protejarea acționarilor existenți ai fondurilor de investiții împotriva unor efecte nefavorabile asupra prețurilor generate de tranzacțiile executate de alți investitori. Devierea prețurilor poate fi utilizată pentru ajustarea prețului acțiunilor într-un fond de investiții în vederea unei contribuții la costurile tranzacțiilor fondului rezultate din activitatea investitorilor ⁽³⁾. În practică, VAN a fondului de investiții este ajustată în sens descendent (ascendent) în cazul unor ieșiri (intrări) masive, astfel încât costurile de tranzacționare să fie suportate de investitorii care cumpără sau vând acțiuni, și nu de investitorii existenți. Dacă sunt înțelese de investitori, aceste variații ale prețurilor ar trebui să îi încurajeze să își adapteze comportamentul de subscriere și răscumpărare într-un mod care să contribuie la stabilizarea ieșirilor nete ale fondurilor de investiții. Devierea prețurilor poate fi aplicată fie tuturor subscrierilor și răscumpărărilor investitorilor (deviere integrală a prețurilor), fie numai subscrierilor și răscumpărărilor care depășesc un anumit prag (deviere parțială a prețurilor). În cazul unei devieri parțiale a prețurilor, este stabilit un preț de deviere și, ori de câte ori ieșirile nete depășesc pragul, VAN a fondului de investiții este ajustată în sens descendent și invers. Pragurile pot fi variabile, de aceea mecanismul poate fi ajustat în vederea corelării condițiilor de pe piață/ condițiilor de lichiditate, limitând astfel comportamentul de optimizare al investitorilor (respectiv împiedicând investitorii să anticipeze utilizarea devierii prețurilor și să acționeze în consecință). În condițiile unei variații integrale a prețurilor, VAN este ajustată în mod continuu, în funcție de intrările sau ieșirile nete. Devierea prețurilor este un instrument care poate influența cu eficacitate comportamentul de subscriere și răscumpărare al investitorilor, stabilizând randamentele fondului și reducând probabilitatea apariției unui „avantaj al celui care acționează primul” și vânzările la prețuri de lichidare asociate. Cu toate acestea, investitorii care sunt decizi să părăsească fondul vor proceda astfel, chiar dacă suportă costul rezultat în urma devierii prețurilor. Întrucât pot exista VAN multiple, utilizarea instrumentului de deviere a prețurilor ar putea fi relativ complexă și costisitoare, nefiind fezabilă pentru fondurile mici de investiții.

În mod similar, taxele anti-diluție implică faptul că investitorii plătesc o taxă suplimentară fondului de investiții atunci când subscriu sau răscumpără unități ale fondului de investiții. Subscrierile și răscumpărările unui fond de investiții pot avea un impact asupra valorii fondului de investiții. Acest lucru este valabil îndeosebi în cazul în care unitățile fondurilor de investiții nu sunt, pur și simplu, transferate între cumpărători și vânzători corelați, un dezechilibru între cumpărători și vânzători impunând administratorului fondului să achiziționeze sau să vândă active-suport. Aceasta va presupune comisioane de tranzacționare, taxe aferente și costuri de lichiditate care afectează VAN a fondului de investiții, conducând la diluție. O taxă anti-diluție acoperă aceste costuri de tranzacționare.

Devierea prețurilor și taxele anti-diluție descurajează comportamentul prociclic, deși numai primul instrument încurajează comportamentul anticiclic. Spre deosebire de devierea prețurilor, taxele anti-diluție nu încurajează investitorii să acționeze într-un mod contraciclic (respectiv să subscrie într-o etapă de răscumpărare), deoarece, în acest caz, investitorii nu beneficiază de vânzările mai favorabile sau de prețul de răscumpărare creat de devierea prețurilor. Nici taxele anti-diluție, nici devierea prețurilor nu generează costuri suplimentare pentru fondul de investiții, modificând numai modul în care costurile sunt transferate la nivelul investitorilor.

Instrumente de administrare a lichidităților *ex post*

Limitele de răscumpărare (răscumpărările amânate) întârzie temporar răscumpărările. O limită de răscumpărare reprezintă o amânare temporară a dreptului acționarilor de a-și răscumpăra unitățile. Această amânare poate fi totală, astfel încât investitorii nu își pot răscumpăra unitățile deloc, sau parțială, situație în care investitorii pot răscumpăra numai un anumit procent din unități. Limitele de răscumpărare pot fi, de asemenea, concepute astfel încât, atunci când cererile de răscumpărare depășesc un anumit prag (de exemplu, 10 % din VAN pentru un fond de investiții care oferă tranzacționări zilnice sau săptămânale), un administrator de fonduri poate decide să transfere în următoarea perioadă

⁽¹⁾ Testarea la stres reprezintă un instrument principal suplimentar de lichiditate. Acesta testează practicile de administrare a lichidităților în raport cu situații de criză semnificative care au potențialul de a expune fondurile la probleme de lichiditate severe. Întrucât există o recomandare separată care acoperă testarea la stres, acest subiect nu este discutat aici (a se vedea Recomandarea C).

⁽²⁾ Întrucât ajustările VAN pot fi efectuate *ex post*, instrumentele pot fi considerate, de asemenea, hibride, respectiv implementate *ex ante*, dar activate *ex post*.

⁽³⁾ Devierea prețurilor reprezintă mecanismul utilizat de fondurile cu prețuri unice; fondurile cu prețuri duale au mecanisme similare care permit administratorului fondului să determine unde anume ar trebui fixat prețul de tranzacționare între prețurile la care sunt create și anulate unități, în vederea asigurării suportării costurilor aferente tranzacțiilor fondului de către investitorii care se alătură fondului sau care părăsesc fondul, după caz.

de tranzacționare orice cereri de răscumpărare care depășesc pragul respectiv. În condiții caracterizate de tensiuni pe piață, limitele de răscumpărare oferă administratorilor de fonduri mai mult timp și mai multă flexibilitate pentru a reacționa la răscumpărările investitorilor și a asigura vânzarea ordonată a activelor-suport. Aceasta poate reduce riscul unor vânzări la prețuri de lichidare.

Răscumpărarea în natură eliberează administratorul de fonduri de necesitatea lichidării unor volume semnificative de active în eventualitatea unor răscumpărări pe scară largă. Administratorul de fonduri poate decide să dea curs unei cereri de răscumpărare transferând titluri de valoare, în loc de numerar, deținătorului de unități care solicită rambursarea. Întrucât o vânzare ad-hoc masivă de active ar putea genera un impact semnificativ pe piață, răscumpărarea în natură poate proteja investitorii restanți ai fondului de investiții împotriva costurilor ridicate de lichidare, care s-ar putea majora în caz contrar. Acest mecanism poate fi adecvat pentru ordinele de răscumpărare de la investitori instituționali. Cu toate acestea, este, în general, mai puțin adecvat pentru rambursările investitorilor individuali, deoarece ar putea să nu fie fezabilă rambursarea în natură a unor unități unice ale fondului de investiții, ceea ce ar putea conduce, de asemenea, la costuri operaționale și reputaționale ridicate. Deși investitorii pot vinde activele răscumpărate în natură în același mod ca și administratorii de fonduri, aceștia ar avea apoi obligația de a internaliza costurile aferente acestor vânzări, în loc de a le repartiza la nivelul tuturor investitorilor din fondul de investiții. Impactul asupra pieței (și, implicit, asupra stabilității financiare) ar putea fi, totuși, similar, indiferent dacă activele-suport sunt vândute de fondul de investiții în sine sau de investitori.

Conturile pentru active nelichide (*side pockets*) permit separarea investițiilor nelichide de investițiile lichide restante ale fondului de investiții. Această abordare prezintă două avantaje. În primul rând, investitorii care au nevoie de lichidități pot încă să încaseze numerar din partea lichidă a investițiilor fondului la costuri de lichidare, probabil, scăzute. În al doilea rând, abordarea protejează interesele investitorilor care doresc să rămână în fondul de investiții, întrucât administratorul fondului nu este forțat să lichideze active la prețurile pieței sau sub acestea în cazul în care se confruntă cu o cerere ridicată de răscumpărări. Prin urmare, întrucât conturile pentru active nelichide sunt deosebit de adecvate ori de câte ori interesele investitorilor unui fond sunt divergente, respectiv atunci când unii investitori doresc să își păstreze investițiile în cadrul fondului, în timp ce alții preferă să își răscumpere unitățile. Practicile diferă de la un stat membru la altul în ceea ce privește normele aplicabile circumstanțelor în care pot fi create conturi pentru active nelichide.

Perioadele de notificare oferă administratorilor de fonduri flexibilitate suplimentară pentru administrarea lichidităților. O perioadă de notificare se referă la notificarea prealabilă pe care investitorii trebuie să o dea administratorilor de fonduri atunci când își răscumpără investițiile. Perioadele de notificare sunt adesea deja prevăzute în actele constitutive ale unui fond de investiții și oferă administratorilor de fonduri mai mult timp pentru satisfacerea cererilor fără a fi nevoiți să vândă active imediat și la un preț redus.

Suspendarea răscumpărărilor reprezintă un instrument de ultimă instanță în perioada unei crize de lichiditate. Suspendările funcționează ca niște disjunctoare, oferind administratorilor de fonduri timp suplimentar, în situații de dificultăți financiare, pentru a lichida active în mod ordonat. În loc să fie nevoiți să adopte decizii pripite și să lichideze la orice preț, administratorii de fonduri beneficiază de mai mult timp pentru a găsi soluția optimă. În plus, acest timp suplimentar poate permite administratorilor de fonduri și supraveghetorilor să comunice mai bine motivele dificultăților investitorilor, evitând, în mod potențial, panica. Prin urmare, suspendările sunt amplu considerate drept un instrument important de administrare a răscumpărărilor pe scară largă în perioada unei crize. Cu toate acestea, suspendările pot impune investitorilor costuri ridicate în materie de bunăstare, împiedicându-i să își încaseze investițiile. De asemenea, există preocupări legate de faptul că investitorii sofisticăți ar putea prevedea o suspendare a răscumpărărilor și ar putea încerca să își răscumpere unitățile înaintea altora (în contrast cu obiectivul inițial al instrumentului, care este reducerea unui „avantaj al celui care acționează primul”), existând chiar posibilitatea ca aceștia să declanșeze retrageri masive.

Recomandarea A punctele 2 și 3 – Dispoziții suplimentare cu privire la rolul ANC și ESMA în legătură cu suspendarea de către ANC a răscumpărărilor cu implicații transfrontaliere asupra stabilității financiare

Suspendarea răscumpărărilor reprezintă unicul instrument disponibil la nivelul tuturor statelor membre. În principiu, decizia de a suspenda răscumpărările ține, în primul rând, de responsabilitatea administratorului de fonduri și este la latitudinea acestuia (a se vedea caseta 2). Cu toate acestea, ANC pot dispune suspendarea răscumpărărilor atât pentru OPCVM, cât și pentru FIA, dacă este în interesul deținătorilor de unități sau al publicului.

Administratorii de fonduri ar putea să nu suspende răscumpărările în cazul în care nu reușesc să internalizeze efectul răscumpărărilor pe scară largă asupra stabilității sistemului financiar. O retragere masivă de la singur fond de investiții ar putea să fie suficientă pentru a cauza o panică generală în rândul investitorilor și retrageri pe scară largă de la alte fonduri. În consecință, fondurile de investiții se pot confrunta, de asemenea, cu tensiuni severe privind lichiditatea și pot fi forțate să vândă volume substanțiale de active. În cazul în care dimensiunea fondurilor de investiții afectate este mare comparativ cu o piață sau cu un sector, pot rezulta scăderi considerabile ale prețurilor activelor, conducând la o spirală în sens descendent. Prin urmare, prevenirea retragerilor masive și a vânzărilor pe scară largă ulterioare la prețuri de lichidare prezintă o importanță semnificativă pentru stabilitatea financiară generală.

Administratorii de fonduri ar putea să nu suspende răscumpărările, întrucât manifestă preocupări legate de riscul reputațional. Unul dintre principalele obstacole față de utilizarea unei suspendări a răscumpărărilor îl constituie un impact potențial negativ asupra reputației administratorului de fonduri. Faptul că necesitatea unei suspendări ar putea fi atribuită cu ușurință unei administrări defectuoase a lichidităților de către administratorul de fonduri poate conduce la o pierdere de durată a încrederii în profesionalismul administratorului de fonduri. În consecință, administratorii de fonduri se pot abține de la utilizarea suspendării răscumpărărilor, chiar dacă aceasta ar fi în interesul colectiv al tuturor investitorilor din cadrul fondului de investiții. În alte cazuri, administratorii de fonduri pot decide, de asemenea, să nu dispună suspendarea răscumpărărilor în cazul în care consideră că aceasta nu ar fi servi interesului optim al investitorilor din cadrul fondurilor lor de investiții. În aceste cazuri în care suspendarea răscumpărărilor nu este utilizată de administratorii de fonduri, dar este, totuși, justificată din perspectivă macroprudențială, ANC ar trebui să recurgă la competența impunerii suspendării răscumpărărilor.

Procedurile de pașaport în cadrul Uniunii se referă la atribuirea de roluri și responsabilități ANC cu privire la dispunerea suspendărilor. Regimurile de pașaport permit societăților de administrare a AFIA și a OPCVM să vândă unități dincolo de granițe investitorilor din cadrul SEE. Acestea permit, de asemenea, desfășurarea de activități de administrare transfrontaliere de către administratorii acestor fonduri de investiții. Dacă un fond de investiții este înființat într-un stat membru, dar societatea de administrare a AFIA și a OPCVM are sediul într-un alt stat membru, ar putea să nu fie clar care este ANC responsabilă de administrarea suspendării răscumpărărilor sau care este momentul în care o autoritate ar trebui să intervină prin utilizarea competențelor de suspendare. Lipsa unor responsabilități clar atribuite ar putea conduce la reacții insuficiente sau întârziate în condiții caracterizate de tensiuni și de schimbări rapide pe piață. Responsabilitățile comune și/sau responsabilitatea care revine autorității mai puțin informate ar putea avea, prin urmare, consecințe negative neintenționate. Pentru a evita acest lucru, i se recomandă Comisiei să propună ca legislația relevantă a Uniunii să clarifice rolurile și responsabilitățile ANC implicate.

Alte autorități relevante, inclusiv ESMA și CERS, ar trebui notificate înainte ca autoritatea responsabilă să își exercite competența de a dispune suspendarea răscumpărărilor în cazul în care există implicații transfrontaliere la adresa stabilității financiare. Întrucât procedurile de pașaport permit fondurilor să vândă unități la nivel transfrontalier în cadrul SEE, dispunerea suspendării răscumpărărilor ar putea afecta direct investitorii și piețele altor autorități relevante. Prin urmare, dispunerea suspendării răscumpărărilor unui anumit fond de investiții ar putea avea, de asemenea, consecințe pentru piețele financiare și încrederea investitorilor din alte jurisdicții. În cazul în care autoritățile relevante nu sunt informate, aceste reacții ale pieței ar putea constitui o surpriză, inhibând adoptarea de măsuri de reglementare corespunzătoare. În vederea reducerii riscurilor potențiale la adresa stabilității financiare, i se recomandă Comisiei să propună includerea în legislația corespunzătoare a Uniunii a obligației de a informa în avans autoritățile relevante. Totuși, această obligație ar trebui să fie formulată astfel încât să nu împiedice ANC să acționeze imediat în eventualitatea unei crize.

ESMA ar trebui să încerce să ofere consiliere, precum și să faciliteze și să coordoneze utilizarea de către ANC a competențelor lor de suspendare a răscumpărărilor în cazul în care există implicații transfrontaliere la adresa stabilității financiare. Luând în considerare caracteristicile naționale, ESMA ar trebui să adopte un rol de coordonare și consiliere în vederea asigurării unui tratament egal al ANC, care să le permită acestora să își utilizeze competențele de suspendare a răscumpărărilor, în scopul reducerii riscurilor la adresa stabilității financiare. Acest rol de coordonare ar trebui să includă și asumarea unei poziții de lider în ceea ce privește aspectele practice generale pe care ANC trebuie să le aibă în vedere atunci când recurg la competențele de suspendare a răscumpărărilor. De asemenea, nu există, în prezent, o definiție omogenă și precisă a interesului public. ESMA ar trebui să promoveze o înțelegere comună în rândul ANC a modului în care dispozițiile relevante ale Directivelor 2009/65/CE și 2011/61/UE vizează stabilitatea financiară și riscul sistemic, fără a conduce la acțiuni previzibile ale autorităților de reglementare și fără a genera hazard moral. Aceste dispoziții nu vor facilita numai o abordare mai armonizată a suspendării răscumpărărilor, ci vor sprijini și ideea că suspendarea răscumpărărilor ar trebui să devină un instrument funcțional care să contribuie la reducerea riscurilor la adresa stabilității financiare.

II.1.2. Efecte neintenționate

Există riscul ca o serie de investitori instituționali bine informați să poată anticipa activarea unui anumit instrument. Aceasta ar putea reduce sau contracara eficacitatea unui instrument, întrucât investitorii ar încerca să acționeze înainte de activarea efectivă a acestuia. În anumite circumstanțe, anticiparea activării unui instrument ar putea conduce chiar la retrageri masive, declanșând astfel apariția unei spirale a lichidității. Din acest motiv, ar trebui să se evite ca orientările să aibă orice tip de caracter automat sau prescriptiv.

Instrumentele de administrare a lichidităților pot fi valoroase atunci când condițiile caracterizate de tensiuni pe piață persistă. În funcție de circumstanțele de pe piață, instrumentele *ex post* ar putea numai să amâne problema lichidității, dat fiind că nu fac decât să temporizeze răscumpărările pe o perioadă limitată (de exemplu, limitele de răscumpărare). Acestea nu elimină problema atunci când condițiile caracterizate de tensiuni pe piață persistă și nu pot, prin urmare, înlocui măsurile structurale, precum cele care vizează soluționarea problemei necorelărilor lichidităților excesive.

II.2. Recomandarea B – Dispoziții suplimentare pentru reducerea probabilității apariției unor necorelări ale lichidităților excesive

II.2.1. Raționament economic și efecte preconizate

Fondurile de investiții care administrează active în mod inerent mai puțin lichide nu generează în mod necesar preocupări legate de stabilitatea financiară. Acordarea accesului la o varietate de categorii de active sporește eficiența

pieței, întrucât oferă mai multe oportunități de investiții și îmbunătățește accesul la finanțare pentru emitenții de astfel de active. Din perspectiva politicii economice, permisiunea acordată fondurilor de investiții de a investi în categorii de active tranzacționate mai puțin activ, precum capital privat, obligațiuni corporative care nu beneficiază de rating sau împrumuturi, contribuie, de asemenea, la diversificarea finanțării în economie. Aceasta coincide cu creșterea cererii investitorilor de mai multe oportunități de investiții în contextul unei perioade prelungite caracterizate de randamente scăzute.

Riscurile la adresa stabilității financiare apar atunci când există o necorelare semnificativă între lichiditatea acestor active și cea oferită investitorilor prin politicile de răscumpărare ale fondurilor. Comparativ cu fondurile de investiții care investesc în active lichide, în cazul cărora numai un număr mare de răscumpărări ar avea un impact asupra prețurilor pieței, obligația (sub rezerva posibilității ca fondul să fie suspendat) de a vinde chiar și un volum mic de active mai puțin lichide ar putea conduce rapid la amplificări semnificative ale scăderilor consemnate pe piațe. Disponibilitatea unor momente frecvente de răscumpărare este deosebit de problematică în cazul în care determină investitorii să supraestimeze lichiditatea activelor deținute de fondurile de investiții în care au investit. Aceasta ar putea conduce la vânzări forțate ale, de exemplu, investitorilor cu un nivel ridicat al efectului de levier.

Asigurarea faptului că politica de răscumpărare a unui fond de investiții de tip deschis este aliniată din punct de vedere structural cu profilul de lichiditate al activelor sale ar trebui să reducă riscurile asociate vânzărilor la prețuri de lichidare. Administratorii dispun de mai multe opțiuni atunci când investesc masiv în active mai puțin lichide. De exemplu, în ceea ce privește activele, stabilirea unor limite pentru procentul de active mai puțin lichide în care un administrator poate investi ar îmbunătăți capacitatea administratorului fondului de a răscumpăra, chiar și în condiții caracterizate de tensiuni pe piață. Asigurarea unui volum suficient de active lichide disponibile ar reduce „avantajul celui care acționează primul” și riscul unor retrageri masive. Soluționând necorelările lichidităților excesive la nivelul unui fond individual, aceasta ar reduce și amploarea vânzărilor colective și riscul unor vânzări la prețuri de lichidare. În cele din urmă, aceasta ar reduce probabilitatea și severitatea unui eveniment sistemic.

Ameliorarea capacității unui fond de investiții de a onora răscumpărările în condiții caracterizate de tensiuni pe piață reduce, de asemenea, probabilitatea unei suspendări a răscumpărărilor. Creșterea rezilienței structurale a fondurilor de investiții ar evita dependența excesivă de a-LMT, dat fiind că o parte dintre comentariile din mass-media se referă în mod specific la un efect neintenționat potențial al instrumentului de suspendare în sine ⁽¹⁾.

În ceea ce privește pasivele, administratorii ar putea implementa politici de răscumpărare, ar putea reduce frecvența răscumpărărilor oferite de un fond de investiții și/sau ar putea impune perioade de notificare investitorilor care doresc să solicite răscumpărări de la un fond de investiții. În cazul înregistrării unui nivel anormal al ieșirilor, restricționarea răscumpărărilor ar asigura administratorului de fonduri mai mult timp pentru lichidarea activelor în vederea satisfacerii cererilor de răscumpărare. Piața ar avea, de asemenea, la dispoziție mai mult timp pentru a soluționa preocupările sau pentru a permite disiparea firească a acestora în timp (de exemplu, în cazul fondurilor de proprietate din Regatul Unit). În unele situații, ar putea permite un tip de intervenție amplă din partea autorităților, care ar putea contribui la reducerea tensiunilor imediate. În cazul unor perioade de notificare, spre deosebire de suspendarea răscumpărărilor, cunoașterea în avans a datei scadente ar permite investitorilor un anumit grad de planificare în ceea ce privește pozițiile proprii de lichiditate.

Fondurile imobiliare reprezintă un exemplu de fonduri care pot prezenta necorelări semnificative ale lichidităților. De regulă, fondurile imobiliare investesc în active-suport mai puțin lichide și sunt predispuse la necorelări semnificative ale lichidităților în cazul în care au o structură de tip deschis. Din combinația de necorelări ale lichidităților și utilizarea efectului de levier pot decurge riscuri sistemice. Investitorii care răscumpără din timp pot beneficia de „avantajul celui care acționează primul”, declanșând astfel retrageri masive, întrucât aceste fonduri de investiții au la îndemână puține active lichide pentru a face față răscumpărărilor. Din cauza efectului de levier, aceste cereri de răscumpărare ar putea forța administratorul să vândă un procent mai mare din portofoliu, cu un impact concomitent asupra prețurilor activelor. În cele din urmă, aceste fonduri de investiții ar putea amplifica și răspândi riscurile în restul sistemului financiar ⁽²⁾. În cazul fondurilor de proprietate din Regatul Unit, suspendările au contribuit la evitarea unor vânzări rapide și pe scară largă de CRE în urma referendumului din Regatul Unit privind apartenența la Uniunea Europeană (a se vedea caseta 3). Cu toate acestea, după cum a fost evidențiat de Bank of England, există încă un grad de vulnerabilitate care ar putea fi generat de necorelările lichidităților între activele și pasivele fondurilor de investiții. Șocurile viitoare la adresa pieței CRE ar putea declanșa cicluri de răscumpărări, suspendări și vânzări la prețuri reduse.

⁽¹⁾ Pentru câteva exemple de consecințe neintenționate potențiale legate de evoluțiile recente ale fondurilor de proprietate din Regatul Unit, a se vedea <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brexit-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> sau <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, consultat în noiembrie 2017.

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

Caseta 3: Fondurile imobiliare – cazul fondurilor de proprietate din Regatul Unit

Caracteristicile fondurilor imobiliare din Uniune diferă. De regulă, fondurile imobiliare investesc în active mai puțin lichide, precum proprietăți imobiliare, drepturi de proprietate și interese de participare deținute la societăți imobiliare. În unele jurisdicții, sunt permise numai fondurile imobiliare de tip închis, în acest caz investitorii putând răscumpăra unități numai la scadențe predeterminate și, în mod normal, numai la data expirării fondului de investiții. În alte jurisdicții, normele privind fondurile de investiții și documentele de ofertă ale structurilor de tip deschis acordă investitorilor dreptul de a solicita mai frecvent răscumpărarea unităților de fond. Aceasta poate conduce la o transformare pe scară largă a lichidității, în special dacă aceste fonduri de investiții oferă răscumpărări săptămânale sau zilnice.

Un exemplu de preocupări legate de fondurile de investiții a fost constatat în Regatul Unit în urma referendumului privind apartenența la UE din data de 23 iunie 2016. În perioada iulie-decembrie 2016, mai multe dintre cele 19 scheme de plasament colectiv⁽¹⁾ autorizate din Regatul Unit care investesc în proprietăți directe au aplicat un tip de măsură specială privind lichiditatea. Piața imobiliară din Regatul Unit a înregistrat scăderi ale valorilor și răscumpărări din fondurile de investiții timp de aproximativ opt luni înainte de referendum, iar votul în favoarea părăsirii Uniunii a condus la o creștere a cererilor de răscumpărare din partea investitorilor. Circa 15 fonduri de investiții care oferă tranzacții zilnice s-au confruntat cu răscumpărări cumulative de 4,1 % din VAN, care au ajuns la 8 % din VAN în unul dintre cazuri. Totodată, 10 fonduri de investiții au efectuat ajustări ale prețurilor la valoarea justă, situate între 4 % și 15 %.

Fondurile de investiții afectate au adoptat abordări diferite față de utilizarea instrumentelor de administrare a lichidităților. În prima săptămână a lunii iulie, șase fonduri de investiții cu tranzacții zilnice, reprezentând aproximativ 14,6 miliarde GBP, au suspendat răscumpărările (trei dintre acestea au aplicat, de asemenea, ajustări ale prețurilor la valoarea justă). Un fond de investiții a reluat tranzacționările, introducând o ajustare anti-diluție pentru a reflecta reducerea aplicată necesară pentru a vinde rapid mai multe proprietăți imobiliare. Ceilalți administratori de fonduri și-au menținut fondurile de investiții suspendate până când au considerat că există suficientă claritate cu privire la evaluările activelor. Normele Autorității pentru conduită financiară (*Financial Conduct Authority* – FCA) din Regatul Unit impun unui administrator de fonduri să revizuiască justificarea unei suspendări cel puțin o dată la 28 de zile, dar nu stabilesc o perioadă maximă pentru care suspendarea poate fi menținută.

Cererile de răscumpărare au început să revină la niveluri normale începând cu jumătatea lunii iulie. Fondurile de investiții care au suspendat răscumpărările au început treptat să reia tranzacționările, ultimul dintre acestea procedând astfel la mijlocul lunii decembrie. Fondurile de investiții care oferă lichiditate lunar sau trimestrială fie nu au înregistrat niveluri mai ridicate decât cele obișnuite ale cererilor de răscumpărare, fie au putut asigura disponibilitatea unor niveluri suficiente de numerar și alte active lichide pentru a satisface cererea.

Acest episod a avut un impact asupra unor fonduri de investiții de tip *unit-linked*, dar nu au existat efecte de contagiune la nivelul altor categorii de active. Suspendarea tranzacționărilor a afectat unele fonduri de investiții de tip *unit-linked* care investiseră în scheme de plasament colectiv pentru a obține expunere la proprietate în calitate de categorie de active. Dintre aceste fonduri de investiții, 59, cu active administrate totale în valoare de 2 miliarde GBP, au investit în scheme de plasament colectiv care suspendaseră tranzacționările. În unele cazuri, aceasta a afectat capacitatea acestora de a-și îndeplini obligațiile necontractuale, inclusiv restituiri sau transferuri, deși nu a avut niciun impact asupra plății beneficiilor fie la scadență, fie în cazul decesului persoanelor asigurate.

Bank of England a evidențiat riscurile de contagiune în raportul său privind stabilitatea financiară din luna iulie 2016⁽²⁾. Cu toate acestea, natura evenimentului de pe piață a redus riscul ca acesta să poată avea un impact sistemic. Șocul nu a fost un eveniment de credit pe scară largă, ci, în primul rând, un eveniment specific Regatului Unit care a afectat prețurile proprietăților imobiliare. În plus, impactul generat de răscumpărările din fondurile de investiții cu tranzacții zilnice a fost bine limitat prin utilizarea instrumentelor deja aflate la dispoziția fondurilor de investiții. De asemenea, valoarea fondurilor de investiții afectate a fost redusă; în ceea ce privește activele administrate, schemele de plasament colectiv în proprietăți imobiliare autorizate au reprezentat circa 2,7 % din fondurile de investiții de tip deschis din Regatul Unit (949,7 miliarde GBP). În termeni agregăți, toate fondurile de investiții de tip deschis dețin aproximativ 35 de miliarde GBP în proprietăți comerciale, respectiv mai puțin de 10 % din piață (683 de miliarde GBP).

(1) Aceste fonduri sunt FIA în conformitate cu Directiva 2011/61/UE, dar fac obiectul autorizării și reglementării în temeiul dreptului Regatului Unit.

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

Un alt exemplu îl constituie investițiile fondurilor de obligațiuni în titluri de valoare cu risc ridicat (*non-investment grade*) sau care nu beneficiază de rating, care pot prezenta necorelări semnificative ale lichidităților. În luna decembrie 2015, un mare fond de obligațiuni cu randamente ridicate din SUA a anunțat că își lichida portofoliul și că suspenda răscumpărările. Administratorul de fonduri a considerat că cererile de răscumpărare ale investitorilor, în contextul unei reduceri generale a lichidității pe piețele veniturilor fixe, echivalau cu imposibilitatea de a atrage fonduri suficiente pentru a plăti cererile de răscumpărare fără a vinde active la un preț redus, dezavantajând astfel acționarii restanți. Aceasta a fost consecința lichidității scăzute intrinseci a deținerilor fondului de investiții, precum obligațiunile corporative cu rating JRC și inferior sau fără rating (cunoscute și drept „titluri de valoare problematice”), combinată cu un nivel scăzut de numerar și de alte active lichide.

În majoritatea fondurilor de investiții din Uniune, nu există necorelări semnificative ale lichidităților. De exemplu, se apreciază că fondurile de capital desfășoară activități limitate de transformare a lichidității ⁽¹⁾, dat fiind că majoritatea acțiunilor cotate sunt considerate lichide chiar și în condiții caracterizate de tensiuni. În mod similar, dovezile referitoare la fondurile de obligațiuni par să indice un compromis între transformarea lichidității și cea a scadențelor ⁽²⁾. Fondurile de investiții care se axează pe obligațiuni corporative mai puțin lichide investesc, în general, în titluri de valoare cu o scadență sub medie, în timp ce fondurile de investiții care optează pentru obligațiuni suverane mai lichide tind să investească în active pe termen mai lung. Un fond de investiții care investește în active lichide pe termen lung are, de regulă, capacitatea de a vinde aceste active în orice moment, în timp ce un fond care investește în active mai puțin lichide pe termen scurt ar trebui să își poată reinnoi frecvent portofoliul, limitând astfel transformarea lichidității ⁽²⁾.

În schimb, cele mai semnificative necorelări ale scadențelor se produc în cazul FIA de tip deschis care investesc în active care sunt în mod inerent mai puțin lichide. Fondurile imobiliare, în special, reprezintă 5 % din fondurile de investiții din Europa (658 de miliarde EUR), majoritatea acestora fiind de tip deschis și expuse la necorelări ale lichidităților, astfel cum se reflectă în publicația CERS „EU Shadow Banking Monitor” (tabelele 1 și 2). Sectorul fondurilor imobiliare a devenit, de asemenea, mai important în ultimii ani, activele administrate înregistrând o creștere de 34 % în decursul unei perioade de doi ani (până în trimestrul IV 2016), față de 19 % în cazul restului sectorului. „EU Shadow Banking Monitor” arată, de asemenea, că fondurile cu capital de risc (436 de miliarde EUR) desfășoară activități de transformare a lichidității, în funcție de strategia acestora. Prin comparație, fondurile de împrumut reprezintă încă un sector incipient (26 de miliarde EUR).

Tabelul 1

Transformarea lichidității în funcție de fondurile de investiții

Tipul de fond	Fonduri de obligațiuni	Fonduri cu capital de risc	Fonduri imobiliare	Fonduri tranzacționate la bursă	Fonduri de capital privat
	●	●	●	●	○

Legenda culorilor: ● = activitate intensă; ● = activitate medie; ● = activitate scăzută; ○ = activitate improbabilă sau nesemnificativă

Tabelul 2

Activele fondurilor de investiții din zona euro

	dec. 2014	iun. 2015	dec. 2015	iun. 2016	dec. 2016	mart. 2017	apr. 2017
Fonduri de obligațiuni	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
Fonduri de capital	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
Fonduri cu capital de risc	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
Fonduri mixte	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

⁽¹⁾ A se vedea publicația CERS „EU Shadow Banking Monitor”, nr. 2, 2017.

⁽²⁾ A se vedea publicația CERS „EU Shadow Banking Monitor”, nr. 1, 2016.

	dec. 2014	iun. 2015	dec. 2015	iun. 2016	dec. 2016	mart. 2017	apr. 2017
Fonduri imobiliare	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
Total	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

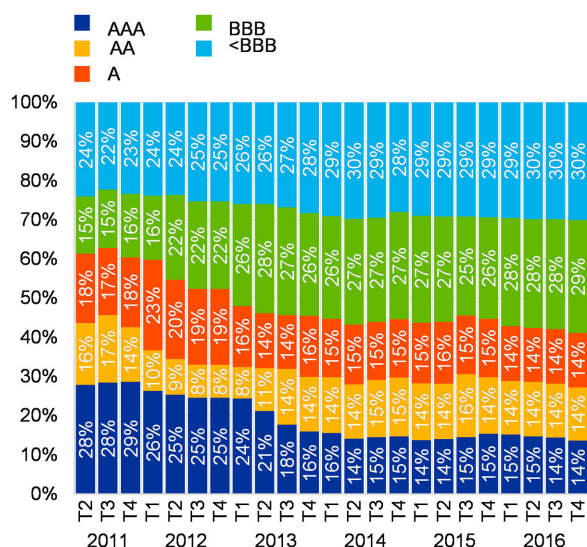
Un tipar observat în ultimii ani a constat, pentru unele fonduri de obligațiuni din Uniune, inclusiv OPCVM, în realocarea activelor lor de la titluri de natura datoriei cu un grad de risc mai ridicat la titluri de natura datoriei cu un grad de risc mai scăzut, ceea ce a condus la o expunere la scadențe mai îndelungate și la un risc de credit sporit. În special, fondurile de investiții cu randament ridicat reprezintă 19 % din activele fondurilor de obligațiuni și, în funcție de factorii structurali și cei ciclici ai lichidităților pe piață, după cum s-a menționat anterior, nu se poate exclude faptul că fondurile de investii ar putea, în cele din urmă, să fie expuse unor necorelări ale lichidităților, cel puțin temporar. Cu toate acestea, în absența unor date armonizate la nivelul Uniunii, este dificilă măsurarea importanței acestui aspect și a potențialei contribuții a OPCVM la riscurile la adresa stabilității financiare (a se vedea caseta 4).

Caseta 4: Expunerea potențială a OPCVM la necorelări ale lichidităților

Directiva 2007/16/CE impune ca OPCVM să investească preponderent în active lichide. Totuși, lichiditatea unor active eligibile poate scădea în condiții caracterizate de tensiuni pe piață, expunându-le temporar la necorelări ale lichidităților. Această situație este valabilă în special în cazul fondurilor de obligațiuni cu randament ridicat. Ca reacție la aceasta, IOSCO a lansat recent o consultare cu privire la necesitatea unor mecanisme suplimentare de administrare a lichidităților pentru fonduri, inclusiv OPCVM⁽¹⁾.

Fondurile de obligațiuni din Uniune: ratingul mediu al unităților deținute de fonduri

(procent din totalul activelor; cele mai recente date: T4 2016)



Sursa: Thomson Reuters Lipper, ESMA și Standard & Poor's.

Un tipar comun observat începând cu anul 2009 a constat, pentru unele fonduri de obligațiuni din Uniune, în realocarea activelor lor de la titluri de natura datoriei cu un grad de risc mai ridicat la titluri de natura datoriei cu grad de risc mai scăzut, ceea ce a sporit durata portofoliilor lor. Deși s-a temperat în ultimii ani, această reorientare a tiparelor de investiții implică în continuare faptul că aceste fonduri sunt mai expuse, în prezent, la variații ale randamentelor obligațiunilor. Portofoliile mai puțin lichide și deținerile de numerar mai reduse ar putea îngreuna reechilibrarea portofoliilor fondurilor de obligațiuni în urma unor cereri masive de răsumpărare, mai exact fără a cauza propagări către piețele obligațiunilor.

În pofida dovezilor privind asumarea sporită de riscuri în contextul unei lichidități reduse pe piețele obligațiunilor⁽²⁾, lipsa de date granulare referitoare la activele (de exemplu, lichiditatea) și pasivele OPCVM conduce la imposibilitatea evaluării cuprinzătoare a riscurilor la adresa stabilității financiare. Este necesară impunerea unor obligații de raportare pentru societățile de administrare a OPCVM, astfel cum sunt prevăzute în recomandarea D, cu scopul de a evalua importanța acestui risc. Aceasta presupune colectarea și schimbul de date granulare și armonizate. Dacă există însă dovezi analitice care indică faptul că unele părți ale sectorului fondurilor OPCVM sunt expuse unor necorelări semnificative ale lichidităților, ar putea fi necesară revizuirea domeniului de aplicare al Recomandării B pentru a include unele produse specifice ale OPCVM.

⁽¹⁾ „IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration”, Raport de consultare, iulie 2017.

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

CSF recomandă⁽¹⁾ ca activele fondurilor de investiții și strategiile de investiții să fie consecvente cu termenii și condițiile care reglementează răscumpărările unităților acestor fonduri atât la înființarea fondurilor, cât și pe o bază constantă (pentru fondurile de investiții noi și cele existente). Aceasta ar trebui să țină seama de lichiditatea estimată a activelor și de comportamentul investitorilor în condiții de piață normale și în condiții caracterizate de tensiuni pe piață.

Dispozițiile suplimentare în acest domeniu ar fi în concordanță cu cadrul existent prevăzut de Directiva 2011/61/UE, care impune deja alinierea strategiei de investiții, a profilului de lichiditate și a politicii de răscumpărare ale fondului de investiții și stabilește limite adecvate pentru administrarea lichidităților și testări la stres. În special, conform regimului normativ actual, AFIA ar trebui să poată demonstra ANC faptul că dispune de sisteme adecvate de administrare a lichidităților și de proceduri eficiente. Totuși, pe baza dovezilor recente, CERS a observat că unele FIA practică încă un nivel ridicat de transformare a lichidității⁽²⁾. Prin urmare, stabilirea obligației fondurilor de investiții care investesc în active mai puțin lichide de a demonstra cele menționate mai sus ar contribui la atingerea obiectivelor Directivei 2011/61/UE, asigurând o implementare mai consecventă a acestora, ceea ce ar promova utilizarea unor măsuri specifice pentru fondurile de investiții care investesc în active mai puțin lichide, cum ar fi utilizarea limitelor interne aplicabile activelor mai puțin lichide.

Transformarea substanțială a lichidității ar trebui evitată. Unele state membre au incorporat regimuri individualizate în cadrele lor juridice naționale, în vederea stabilirii condițiilor în care FIA își pot administra activele considerate mai puțin lichide, precum cele imobiliare sau împrumuturile. În avizul său adresat Parlamentului European, Consiliului și Comisiei⁽³⁾, ESMA a susținut că FIA care acordă credite ar trebui înființate ca vehicule de tip închis fără dreptul de a răscumpăra unități în mod periodic. Alte jurisdicții au adoptat măsuri structurale în vederea eliminării riscurilor de vânzări la prețuri de lichidare create de cererile masive de răscumpărare. De exemplu, dacă o parte deloc neglijabilă din portofoliu este nelichidă, tipul de fond închis este necesar datorită naturii intrinseci a activelor deținute de schemele de plasament colectiv. Administratorul de fonduri ar trebui să pună la dispoziția investitorilor opțiunea solicitării rambursării în cursul ciclului de viață al unui FIA numai dacă sunt îndeplinite anumite condiții. Aceasta ar trebui să aibă loc la intervale stabilite, de exemplu astfel cum se prevede în Regulamentul (UE) nr. 2015/760 al Parlamentului European și al Consiliului⁽⁴⁾.

Prezenta recomandare sugerează ESMA să stabilească o listă a activelor în mod inerent mai puțin lichide. În prezent, reglementările (a se vedea caseta 5) nu conțin o definiție a activelor lichide sau mai puțin lichide, deși obiectivul nu este acela de a propune o astfel de definiție, ci de a promova o abordare consecventă a implementării dispozițiilor menționate anterior ale Directivei 2011/61/UE. Termenul „mai puțin lichid” este, de asemenea, o recunoaștere a faptului că activele sunt rar sau nu sunt niciodată integral nelichide.

Având în vedere nevoia unei consecvențe transectoriale, ESMA ar trebui să consulte ABE și EIOPA atunci când întocmește lista. Etichetarea, de către orice autoritate de reglementare, a unui activ drept „lichid” sau „mai puțin lichid” transmite un semnal participanților pe piață. În plus, indiferent cine vinde activul (entitate reglementată, nereglementată, bancară sau nebancară), gama de cumpărători este, în general, aceeași în condiții caracterizate de tensiuni pe piață. Consecvența abordărilor în materie de reglementare este, prin urmare, de dorit⁽⁵⁾.

Lista activelor în mod inerent mai puțin lichide ar trebui să includă active care nu pot fi convertite ușor și rapid în numerar cu o pierdere redusă de valoare în perioadele caracterizate de tensiuni pe piațe. Analiza lichidității activelor ar trebui să țină seama, printre altele, de timpul necesar pentru lichidarea activelor respective în condiții caracterizate de tensiuni pe piațe, fără a trebui să fie acceptată o reducere semnificativă. Pentru compilarea acestei liste, ESMA ar trebui, în special, să țină seama de proprietățile imobiliare, titlurile de valoare necotate (inclusiv acțiuni ale companiilor private), împrumuturi și alte active alternative. Activele care, în condiții de piață normale, pot fi vândute fără a trebui să fie acceptată o reducere semnificativă nu ar trebui să fie incluse pe listă, întrucât prezenta recomandare vizează soluționarea problemelor structurale create de activele în mod inerent mai puțin lichide.

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

⁽²⁾ CERS, „EU Shadow Banking Monitor” noiembrie 2017.

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

⁽⁴⁾ Regulamentul (UE) 2015/760 al Parlamentului European și al Consiliului din 29 aprilie 2015 privind fondurile europene de investiții pe termen lung (JO L 123, 19.5.2015, p. 98).

⁽⁵⁾ Nevoia unei cooperări între autoritățile de reglementare cu privire la aceste aspecte pare să fie amplu recunoscută, de exemplu, în articolul 46 alineatul (3) și articolul 11 alineatul (15) din Regulamentul (UE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului din 4 iulie 2012 privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărțile centrale și registrele centrale de tranzacții (JO L 201, 27.7.2012, p. 1), care prevăd tehnici de atenuare a riscurilor pentru contracte derivate extrabursiere necompensate printr-o casă de compensare a unei contrapartide centrale.

În cazul în care un fond de investiții oferă expunere la active mai puțin lichide, administratorul de fonduri poate avea acces la dispoziții pe care le poate introduce pentru a contracara riscul de lichiditate ⁽¹⁾. Administratorii ar trebui să demonstreze ulterior ANC relevante, atât la înființarea fondului de investiții, cât și pe o bază constantă (respectiv pe parcursul procesului de aprobare și după aprobare pentru fondurile de investiții care fac obiectul unei proceduri de aprobare), că își pot derula în continuare strategia de investiții în orice condiții de piață previzibile. După luarea în considerare a reglementărilor care se aplică fondului de investiții și respectând politica lor de investiții, administratorii de fonduri au la dispoziție diferite modalități de a asigura consecvența între strategia lor de investiții și profilul de răscumpărare al fondului de investiții, atât în etapa de concepere, cât și pe o bază permanentă ⁽¹⁾. Acestea includ:

- tipul de vehicul (de exemplu, fond de investiții de tip închis, ELTIF);
- politicile de răscumpărare;
- politica de investiții, inclusiv limite interne pentru activele incluse în listă, amortizorul de active lichide, diversificarea (expuneri sau contrapartidă) și limite ale dimensiunii fondului de investiții legate de piața aferentă;
- implementarea unui a-LMT;
- procese de gestionare a riscului de lichiditate, inclusiv, de exemplu, definirea pragurilor relevante, clasificarea activelor în categorii de lichiditate, monitorizarea concentrării de investitori și tiparele de răscumpărare preconizate.

Informațiile privind, în special, utilizarea de limite interne ar trebui transmise ANC la înființarea fondurilor de investiții respective, comunicate ulterior ori de câte ori aceste limite sunt modificate și, de asemenea, puse la dispoziție la cererea autorităților de supraveghere. De asemenea, ar trebui să se pună în aplicare măsuri de informare a investitorilor pe baza unor orientări care ar trebui să fie elaborate de ESMA.

În unele cazuri, mai ales pentru administratorii fondurilor mici, demonstrarea capacității de a respecta în continuare strategiile de investiții ale fondurilor de investiții ar putea constitui o sarcină nejustificată. Prin urmare, ANC ar trebui să li se asigure o anumită marjă de apreciere în ceea ce privește conceperea unui mecanism care să permită AFIA să demonstreze că pot respecta în continuare strategiile de investiții ale fondurilor de investiții. Evaluarea ANC ar putea, de exemplu, să țină seama de rezultatele testării la stres.

Nu există o definiție unică a „lichidității” pe piață la nivelul legislației Uniunii, pe baza căreia să poată fi compilată o listă a activelor mai puțin lichide. Fiecare act legislativ abordează aspectul lichidității într-un mod diferit, în funcție de scopul vizat (a se vedea caseta 5). Un exemplu de abordări aplicate la nivel național se regăsește în documentul de consultare al FCA privind activele nelichide și fondurile de investiții de tip deschis ⁽²⁾, care identifică o serie de caracteristici comune activelor nelichide:

- nu sunt tranzacționate pe o piață organizată;
- poate exista un dezechilibru semnificativ între ofertă și cerere;
- este probabil ca negocierea prețului și a altor condiții ale tranzacției între cumpărător și vânzător să dureze;
- evaluarea activului reprezintă un proces complex;
- activele fizice sunt, de regulă, cumpărate și vândute în integralitatea lor;
- ca urmare a acestor factori și a altor complicații posibile, precum restricții referitoare la transferul liber al titlului, încheierea tranzacțiilor necesită adesea o perioadă îndelungată.

Caseta 5: Lichiditatea în legislația Uniunii

Directiva 2007/16/CE privind activele eligibile impune OPCVM să investească preponderent în active lichide și stabilește norme specifice care acoperă eligibilitatea valorilor mobiliare, a instrumentelor de piață monetară și a instrumentelor financiare derivate. În general, valorile mobiliare și instrumentele de piață monetară pot fi considerate lichide dacă sunt admise sau tranzacționate pe o piață reglementată. Activele mai puțin lichide nu sunt definite explicit, dar sunt considerate investiții neeligibile în conformitate cu Directiva 2009/65/CE. Acestea includ în special mărfurile fizice și activele imobiliare.

⁽¹⁾ „IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration”, Raport de consultare, iulie 2017.

⁽²⁾ FCA, „Illiquid assets and open-ended investment funds”, Document de dezbatere (DP 17/1), februarie 2017.

Conceptul de lichiditate este menționat în mai multe alte acte juridice ale Uniunii, enumerate mai jos.

- Regulamentul (UE) nr. 909/2014 al Parlamentului European și al Consiliului ⁽¹⁾ prevede că un DCT trebuie să investească în numerar sau în instrumente financiare foarte lichide cu riscuri de piață și de credit minime. Totuși, Regulamentul (UE) nr. 909/2014 nu definește în mod explicit lichiditatea, recomandând, în schimb, ca ESMA, ABE și SEBC să elaboreze proiecte de standarde tehnice de reglementare detaliind instrumentele financiare care pot fi considerate drept foarte lichide.
- Regulamentul (UE) 2017/1131 al Parlamentului European și al Consiliului ⁽²⁾ privind fondurile de piață monetară include pragurile de lichiditate pentru activele care pot fi considerate ca furnizând lichiditate zilnic și săptămânal, deși lichiditatea nu este definită explicit. Regulamentul (UE) 2017/1131 se bazează pe raționamentul potrivit căruia o scadență scurtă a activelor contribuie la asigurarea rambursării investitorilor.
- Directiva 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului ⁽³⁾ include discuții privind metodologia utilizată pentru calcularea lichidității valorilor mobiliare altele decât capitalurile proprii, precum obligațiunile. ESMA ia în considerare două metode alternative de calculare a lichidității, și anume abordarea de la instrument la instrument (*instrument-by-instrument approach* – IBIA) și abordarea bazată pe categoriile de instrumente financiare (*categories of financial instruments approach* – COFIA). În cele din urmă, ESMA a adoptat IBIA în cadrul standardului său tehnic de reglementare pentru calcularea lichidității obligațiunilor.
- Regulamentul (UE) nr. 575/2013 al Parlamentului European și al Consiliului ⁽⁴⁾ definește activele lichide în scopul amortizoarelor de lichiditate ale instituțiilor de credit ca fiind singurele active transferabile în mod liber care pot fi convertite rapid în numerar pe piețele private fără o pierdere de valoare semnificativă. Regulamentul face distincția între active cu un nivel extrem de ridicat de lichiditate și de calitate a creditului (active de nivelul 1) și active cu nivel ridicat de lichiditate și de calitate a creditului (active de nivelul 2). Activele de nivelul 1 includ numerar, depozite la banca centrală, obligațiuni guvernamentale garantate sau emise de statele din Uniune și obligațiuni garantate care îndeplinesc anumite condiții. Activele de nivelul 2 includ obligațiuni guvernamentale emise de țări terțe și obligațiuni emise de entități publice, precum și obligațiuni garantate și obligațiuni corporative în funcție de calitatea creditului. Se adaugă aici și securitizările și acțiunile de înaltă calitate care fac parte dintr-un indice bursier important.

Abordarea Comisiei pentru valori mobiliare și burse de valori (*Securities and Exchange Commission* – SEC) din Statele Unite poate oferi o bază utilă pentru elaborarea unei metodologii a Uniunii destinată evaluării lichidității și întocmirii unei liste de active mai puțin lichide. Abordarea SEC definește „nelichiditatea” deținerilor de active nu în termeni absoluți, ci ținând seama și de dimensiune (de exemplu, deținerile de active ale fondurilor de investiții). A se vedea caseta 6 de mai jos.

Caseta 6: Scorul compozit al lichidității stabilit de SEC

SEC a abordat chestiunea lichidității în cadrul unei hotărâri recente ⁽⁵⁾ care introduce modificări referitoare la publicarea riscului de lichiditate de către fondurile de investiții de tip deschis. Hotărârea prezintă o nouă schemă de clasificare a lichidității, care identifică lichiditatea unei investiții pe baza numărului de zile în care o investiție poate fi convertită în numerar fără o modificare semnificativă a valorii de piață a acesteia. Mai exact, SEC sugerează că o clasificare a unei investiții ca fiind nelichidă implică faptul că fondul de investiții nu se poate aștepta în mod rezonabil să vândă investiția în termen de șapte zile calendaristice fără a genera un impact semnificativ asupra valorii de piață a acesteia. În plus, SEC impune unui fond de investiții să țină seama de dimensiunea poziției sale, precum și de profunzimea pieței de tranzacționare a investiției, atunci când stabilește dacă o investiție este lichidă sau nelichidă.

Hotărârea SEC impune administratorilor de fonduri să evalueze și să revizuiască riscul de lichiditate cel puțin anual, pe baza unei serii de factori: strategie, fluxuri de numerar, numerarul de care dispun imediat și considerente legate de fondurile tranzacționate la bursă. Un astfel de proces de revizie este justificat de preocuparea SEC privind posibilitatea ca o soluție de tipul *check-the-box* („bifează caseta”) să conducă la o evaluare a lichidității care nu reflectă cu adevărat abilitatea fondului de a-și vinde portofoliul (sau o parte din acesta) pentru a acoperi răscumpărarea fără a influența piața.

⁽¹⁾ Regulamentul (UE) nr. 909/2014 al Parlamentului European și al Consiliului din 23 iulie 2014 privind îmbunătățirea decontării titlurilor de valoare în Uniunea Europeană și privind depozitarii centrali de titluri de valoare și de modificare a Directivelor 98/26/CE și 2014/65/UE și a Regulamentului (UE) nr. 236/2012 (JO L 257, 28.8.2014, p. 1).

⁽²⁾ Regulamentul (UE) 2017/1131 al Parlamentului European și al Consiliului din 14 iunie 2017 privind fondurile de piață monetară (JO L 169, 30.6.2017, p. 8).

⁽³⁾ Directiva 2014/65/E a Parlamentului European și a Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE (JO L 173, 12.6.2014, p. 349).

⁽⁴⁾ Regulamentul (CE) nr. 575/2013 al Parlamentului European și al Consiliului din 26 iunie 2013 privind cerințele prudențiale pentru instituțiile de credit și societățile de investiții și de modificare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012 (JO L 176, 27.6.2013, p. 1).

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

Totodată, SEC impune fondurilor de investiții să țină seama de „considerente specifice pieței, tranzacționării și investiției” atunci când clasifică lichiditatea investițiilor din portofoliu, deși nu furnizează niciun fel de detalii cu privire la aceste aspecte.

Frecvențele de tranzacționare tind, de exemplu, să fie scăzute pentru anumite titluri de valoare cu venit fix. Însă această situație nu ar indica în mod necesar faptul că un titlu de valoare este nelichid, un fond de investiții putând totuși să îl vândă într-un termen rezonabil. Estimări mai fiabile pot fi obținute prin evaluarea unei game de indicatori propuși de SEC ⁽¹⁾. Scorurile compozite ale lichidității pentru acest tip ar putea include factori bazați pe caracteristicile legate de activ, piață și portofoliu ale titlului de valoare, după cum se prezintă mai jos.

- Factorii legați de activ se bazează pe structura unui activ. Cu cât este mai dificilă evaluarea unui titlu de valoare și cu cât acesta respectă mai puțin standardele, cu atât mai nelichid tinde să fie titlul de valoare. În plus, în cazul produselor cu venit fix, specificații precum scadența, ratingul și data emiterii pot avea un impact asupra lichidității.
- Factorii legați de piață se referă la emiteri și la piața secundară a unui activ. De regulă, cu cât există mai multe piețe pe care un titlu de valoare poate fi tranzacționat, cu atât mai puțin nelichid tinde să fie acesta. Factorii bazați pe calitatea pieței includ, de asemenea, numărul, diversitatea și calitatea participanților pe aceste piețe. De asemenea, aceștia pot fi legați de costurile tranzacționării pe aceste piețe și depind de costurile de lichidare care ar putea fi asociate operării într-o țară sau monedă diferită.
- Factorii referitori la tranzacționare reprezintă măsurări ale prețului și volumului de tranzacționare a unui titlu de valoare. *Spread*-urile între prețul de cumpărare și prețul de vânzare, precum și volumul și frecvența de tranzacționare pot fi utilizate pentru a măsura nelichiditatea potențială. Datele istorice privind volumul pot furniza, de exemplu, o estimare a volumului maxim care poate fi utilizat pentru evaluarea impactului pe piață al unei tranzacții.
- Factorii legați de portofoliu sunt măsurări specifice portofoliului. Fondurile de investiții ar trebui să țină seama de dimensiunea poziției lor în raport cu volumul zilnic de tranzacționare și cu sumele restante. De asemenea, acestea ar trebui să ia, totuși, în considerare relațiile activelor cu alte active din portofoliu (de exemplu, instrumente financiare derivate). În cele din urmă, nelichiditatea poate fi asociată și cu gruparea pozițiilor în portofoliu – aceasta ar putea fi o sursă a nelichidității în cazul în care toate activele deținute de fondul de investiții sunt foarte similare și sunt tranzacționate pe aceeași piață.

Întrucât abordarea SEC poate asigura o bază utilă pentru o viitoare definire europeană a nelichidității, ar putea fi de dorit ca abordarea Uniunii să fie strâns aliniată cu aceasta. Din perspectiva politicii vizate, alinierea ar oferi un avantaj suplimentar, dat fiind faptul că, în cazul în care cadrele aplicabile în Uniune și în SUA ar fi în linii mari similare, acestea ar constitui un standard mondial eficace, care să fie utilizat la evaluarea nelichidității în cadrul fondurilor de investiții.

II.2.2. Efecte neintenționate

Pe partea de active, administratorii care pun în aplicare limite interne nu ar elimina pe deplin „avantajul celui care acționează primul”. Este posibil ca investitorii care părăsesc fondul mai devreme să dorească totuși să obțină active lichide pentru a evita să fie prinși în capcana unui fond de investiții nelichid. Cu toate acestea, în măsura în care disponibilitatea activelor lichide ar spori încrederea în capacitatea de răscumpărare a fondului de investiții, riscul unor retrageri masive ale investitorilor ar trebui să fie, în ansamblu, redus.

Implementarea unei limite interne ar putea afecta în mod inutil capacitatea administratorului de fonduri de a utiliza activele lichide disponibile pentru a satisface cererile de răscumpărare. Acest lucru se întâmplă, de exemplu, atunci când administratorul nu poate utiliza active lichide fără a depăși limita internă. Cu toate acestea, importanța acestui aspect poate fi specificată. În contextul Directivei 2011/61/UE, depășirea unei limite poate să nu necesite în sine intervenția AFIA, întrucât acest lucru ar depinde de faptele, circumstanțele, precum și nivelurile de toleranță stabilite de AFIA. Acestea constituie factori de declanșare pentru o monitorizare continuă sau măsuri corective, în funcție de împrejurări.

⁽¹⁾ Documentul SEC enumeră nouă factori pentru clasificarea pozițiilor în portofoliu ale unui activ specific.

În scenariul cel mai nefavorabil, adăugarea unui activ pe listă ar putea fi o măsură prociclică, generând vânzarea activului și determinând o prăbușire a prețurilor. Administratorul ar putea fi nevoit să vândă activul pentru a respecta noile limite interne sau ar putea anticipa o reacție nefavorabilă din partea investitorilor, generând astfel chiar problema pe care lista trebuia să o atenueze. În mod similar, stigmatizarea unui activ din cauza lipsei sale de lichiditate ar putea descuraja complet unele fonduri de investiții să investească în acesta, cu posibile repercusuni asupra funcționării piețelor financiare. Din aceste motive, lista ar trebui să cuprindă numai active în mod „inerent” mai puțin lichide, o caracteristică care ar fi trebuit să fie deja identificată de către participanții pe piață. În plus, investitorii care investesc în active în mod „inerent” mai puțin lichide s-ar aștepta deja ca administratorii să dispună de o politică de investiții în concordanță cu politica lor de răsкупărare, conform Directivei 2011/61/UE. În cele din urmă, vor fi necesare dispoziții tranzitorii atunci când se adăugă un activ pe listă, pentru a oferi administratorului timpul necesar pentru a se conforma și a evita vânzările forțate.

Pe partea de pasive, este probabil ca reducerea frecvenței de răsкупărare să sporească volumul tranzacțiilor, ceea ce ar putea avea un impact asupra prețurilor în condiții caracterizate de tensiuni pe piață. În loc să consemneze ieșiri periodice, fondul ar acumula ordine multiple, care vor trebui executate simultan. Implementarea unor perioade de notificare ⁽¹⁾ ar constitui o opțiune pentru indicarea timpului estimat ca fiind necesar pentru eliminarea activelor-suport. O altă opțiune ar fi utilizarea unui sistem de așteptare, în cadrul căruia nu ar fi obligatorie execuția cererilor de răsкупărare la momentul următoarei evaluări, după acceptarea acestora de către administratorul de fonduri. Acesta din urmă ar putea astfel să calculeze chiar mai devreme necesarul de lichiditate pentru a satisface cererile de răsкупărare și ar putea iniția vânzarea de investiții, după cum se impune, ceea ce ar putea reduce riscul efectuării unor tranzacții la prețuri de lichidare.

Riscul arbitrajului de reglementare ar trebui recunoscut. Există un risc: 1) pentru FIA nereglementate excluse din sfera de aplicare a recomandării și 2) dacă un administrator înregistrează un fond de investiții ca OPCVM în vederea efectuării unei investiții majore într-un activ cotate drept activ în mod inerent mai puțin lichid, cu condiția ca acest activ să fie considerat eligibil pentru OPCVM. Totuși, în scenariul din urmă, fondul de investiții ar face obiectul normelor prevăzute de Directiva 2009/65/CE, care sunt mai stricte decât cele ale Directivei 2011/61/UE în anumite privințe. Această situație reduce stimulul privind înregistrarea ca OPCVM pentru a evita restricțiile care se aplică FIA.

II.3. Recomandarea C – Testarea la stres

II.3.1. Raționament economic și efecte preconizate

Testările la stres microprudențiale vizează ameliorarea gestionării riscurilor și a portofoliilor la nivelul fiecărui fond de investiții și administrator de fonduri. Aceste teste simulează condiții economice și financiare extreme sau nefavorabile, dar plauzibile, în vederea analizării consecințelor acestora atât asupra performanței unui fond de investiții, cât și asupra capacității acestuia de a onora cererile de răsкупărare, chiar și la o VAN redusă. Acestea furnizează analize ale scenariilor, care oferă o mai bună înțelegere a riscurilor generate de posibile modificări ale condițiilor de pe piață ce ar putea avea un impact nefavorabil asupra portofoliilor administrate. În condiții de piață normale, testările la stres identifică deficiențele potențiale ale produselor/strategiilor de investiții și sprijină societățile de administrare de fonduri în procesul de adaptare a gestionării riscurilor asociate portofoliului și în pregătirea acestora la nivel operațional pentru situații de criză. În perioadele de criză, testările la stres sprijină ajustarea la caracteristicile specifice ale crizei, gestionarea crizei, precum și raportarea către autoritatea de rezoluție. Ca atare, testările la stres constituie instrumente de gestionare a riscurilor și de decizie.

Fondurile de investiții prezintă caracteristici diferite, toate acestea influențând riscul de lichiditate al unui anumit fond de investiții și, prin urmare, conceperea unei testări la stres semnificative la nivelul fiecărui fond de investiții. Partea de active este caracterizată, de exemplu, de principalele piețe și instrumente, strategia de investiții și orizontul temporal, zona geografică vizată, concentrările de portofoliu, rulajul portofoliului și dimensiunile tipice ale tranzacțiilor. Partea de pasive se referă la baza de investitori a fondului de investiții, care poate fi reprezentată fie de investitori individuali sau investitori instituționali, fie de o combinație a acestora, fiecare având propria structură de portofoliu, propriul necesar de lichiditate, probabil propriile cerințe de reglementare (bănci, societăți de asigurare și fonduri de pensii) și, prin urmare, propriul comportament de investitor. Într-un fond de investiții, concentrarea tipurilor de investitori prezintă o relevanță deosebită, deoarece un grad ridicat de concentrare ar putea conduce la cereri numeroase de răsкупărare emise în mod simultan.

⁽¹⁾ Ar trebui menționat faptul că utilizarea unei perioade de notificare presupune dificultăți de ordin practic ca urmare a decalajului dintre emiterea unui ordin și executarea acestuia. În special, fondurile bazate pe urmărirea unor indici de referință (*benchmark-tracking funds*) ar fi încurajate să tranzacționeze cât mai aproape posibil de finalul perioadei de notificare pentru a-și spori la maximum rezultatele, în pofida impactului negativ al acestei situații asupra pieței.

Dată fiind eterogenitatea fondurilor de investiții, nu există specificații obligatorii pentru scenariile de testare la stres. Prin urmare, în prezent, parametrii, sfera de aplicare, frecvența și complexitatea testării la stres variază la nivelul sectorului. Cu toate acestea, există unele abordări consacrate semnificative, care acoperă ambele părți ale bilanțului. Testările la stres efectuate pe partea de pasive a unui fond de investiții constau în simulări de răscumpărări. Aceste simulări sunt, de regulă, calibrate pe baza unei analize a stabilității pasivelor, care depinde, la rândul ei, de tipul de investitor și de concentrarea pasivelor. Simulările ar putea include scenarii de răscumpărare istorice sau ipotetice, răscumpărări efectuate de cei mai mari investitori, răscumpărări echivalente celor mai semnificative răscumpărări înregistrate vreodată, precum și o analiză a tendințelor pe piață și a grupurilor colegiale. Testările la stres ar trebui să acopere și partea de active a unui fond de investiții, mai exact simularea lichidității activelor fondurilor de investiții în diferite condiții de piață. Această simulare ține seama de capacitatea fondului de investiții de a vinde active fără să influențeze în mod semnificativ prețul. Scenariile ar putea să includă o scădere a volumului de tranzacții pentru anumite instrumente sau segmente de piață (pierderi suportate ca urmare a majorării marjei dintre prețurile de cumpărare și cele de vânzare), estimări ale lichidării maxime posibile într-o zi sau estimări ale timpului necesar pentru lichidare bazate pe defalcarea activelor fondului de investiții (de exemplu, pe categorii de lichiditate) și ar trebui, de asemenea, să aibă în vedere interacțiunea dintre riscul de piață și cel de lichiditate în cazul activelor relevante.

Se preconizează că orientările privind practicile individuale de testare la stres vor reduce riscul de lichiditate atât la nivelul fondului de investiții, cât și la nivelul sistemului, și vor consolida capacitatea entităților de a administra lichiditatea în interesul investitorilor, incluzând reducerea perioadelor de răscumpărări neașteptate. Testările la stres constituie instrumente care sprijină analiza punctelor forte ale strategiilor deja existente. Testarea ar trebui să identifice deficiențele unei strategii de investiții și să pregătească un fond pentru o situație de criză. Dacă sunt utilizate corect, ca instrument de gestionare a riscurilor și de decizie, testările la stres ar trebui să reducă riscul de lichiditate la nivelul unui fond de investiții și să contribuie, astfel, la diminuarea riscului de lichiditate la nivelul sistemului.

Orientările ar trebui să abordeze deficiențele procedurilor de testare la stres, după cum a indicat sondajul CERS referitor la practicile de testare la stres. Conform orientărilor furnizate de ESMA, entitățile ar trebui să înțeleagă nivelul minim al cerințelor privind testările la stres și ar trebui să remedieze deficiențele care se referă la aplicarea unor marje de ajustare prea mici, frecvența testărilor la stres și conceperea scenariilor, precum și o utilizare simplistă a datelor istorice. Orientările indică faptul că frecvența și conceperea testărilor la stres ar trebui să fie determinate de caracteristicile specifice atât fondurilor de investiții, cât și firmelor. În plus, orientarea vizează, de asemenea, să impună firmelor, atunci când elaborează scenarii de testare la stres, obligația de a utiliza un grad de severitate pe care este cel puțin probabil să îl întâlnească pe piață. Dat fiind caracterul eterogen al sectorului fondurilor de investiții, gradul de complexitate a testărilor la stres ar trebui aliniat la profilul de risc și de răscumpărare specific fondului de investiții, fără a se urmări un nivel prea ridicat de similaritate a scenariilor de testare la stres. Orientările ar trebui să contribuie la sporirea acurateței și adecvării testărilor la stres la nivelul fondului de investiții, ridicând mai puține îndoieli cu privire la gradul de risc la nivelul sistemului.

Recomandarea C este în conformitate cu obligația ESMA de a furniza orientări cu privire la testarea la stres pentru FPM prevăzută de Regulamentul (UE) 2017/1131. În conformitate cu regulamentul, ESMA are obligația de a furniza orientări referitoare la parametrii de referință comuni ai scenariilor testărilor la stres.

Administratorii de fonduri trebuie să efectueze periodic testări la stres ale fondurilor de investiții pe care le administrează. Testarea la stres reprezintă o cerință pentru OPCVM și FIA, cu excepția cazului în care FIA este un fond de tip închis care nu utilizează efectul de levier sau a cazului în care nu este considerată adecvată pentru OPCVM [(articolul 40 alineatul (3) din Directiva 2010/43/UE, articolul 16 alineatul (1) din Directiva 2011/61/UE și articolul 48 din Regulamentul delegat (UE) nr. 231/2013). În cazul ambelor tipuri de fonduri de investiții, testările la stres permit administratorilor de fonduri să evalueze riscul de lichiditate atât în condiții normale, cât și în condiții excepționale de lichiditate. În cadrul de raportare prevăzut de Directiva 2011/61/UE, rezultatele testării la stres trebuie raportate ANC, aceste informații trebuind puse la dispoziția ESMA și CERS. Regulamentul (UE) 2017/1131 introduce obligații detaliate pentru FPM cu privire la testarea la stres, care ar putea fi, de asemenea, benefice pentru alte tipuri de fonduri de investiții.

Obligațiile privind testarea la stres sunt mai puțin detaliate pentru OPCVM decât pentru FIA. Aceasta reflectă caracteristicile diferite ale părților de activ și de pasiv din bilanțul OPCVM (respectiv definiții ale activelor eligibile, care ar trebui să fie lichide, și o bază de investitori formată, în principal, din investitori individuali), precum și cerințele de reglementare diferite.

Totuși, regulile privind testarea la stres impuse FIA sunt mai detaliate, în conformitate cu Regulamentul delegat (UE) nr. 231/2013.

- (a) Testările la stres ar trebui să simuleze un deficit de lichiditate și cereri atipice de răscumpărare. Testările la stres ar trebui, cel puțin, să ia în considerare cererile de răscumpărare recente și cele preconizate și să analizeze perioada de timp necesară pentru satisfacerea acestor cereri. Testările la stres ar trebui, de asemenea, să includă o testare a factorilor pieței, cum ar fi cursul de schimb care ar putea afecta profilul de credit al AFIA sau FIA. Totodată, abordarea testării la stres ar trebui să includă sensibilitățile evaluării în condiții de stres.
- (b) Profilul de risc al FIA, care este o funcție a strategiei de investiții, profilului de lichiditate, tipului de investitor și politicii de răscumpărare, determină frecvența testărilor la stres pe baza unei frecvențe anuale minime. AFIA ar trebui să acționeze în interesul tuturor investitorilor FIA în ceea ce privește conceperea FIA și caracterul adecvat al politicilor și procedurilor de administrare a lichidităților, atunci când testările la stres sugerează existența unui risc de lichiditate mult peste așteptări.

Un sondaj CERS privind practicile de testare la stres utilizate de administratorii de fonduri a arătat că majoritatea administratorilor de fonduri din cadrul Uniunii efectuează testări la stres periodice. Aproximativ 93 % dintre administratorii de fonduri incluși în sondajul CERS ⁽¹⁾ efectuează periodic testări la stres ale tuturor fondurilor de investiții administrate, precum și testări la stres suplimentare (sau au capacitatea de a le efectua) ori de câte ori au loc modificări importante. Date fiind diferitele tipuri de administratori de fonduri și de fonduri incluse, analiza a relevat, de asemenea, diferențe considerabile cu privire la frecvența cu care au fost efectuate testările la stres, tipul de scenarii de testare la stres utilizate de administratorii de fonduri și nivelul de complexitate al testării la stres (a se vedea enumerarea de mai jos):

- **Deși frecvența exercițiului de testare la stres ar trebui să fie determinată, în principal, de caracteristicile specifice fondului de investiții, doar un număr restrâns de administratori de fonduri aplică frecvențe specifice fondului de investiții.** În schimb, aceștia operează pe baza unei frecvențe specifice firmei, aplicată tuturor fondurilor de investiții administrate. Aceasta este și situația societăților de investiții de mari dimensiuni, care administrează multe tipuri diferite de fonduri de investiții. Un procent semnificativ de administratori de fonduri care utilizează frecvențe ale testării la stres specifice fondului de investiții fac diferența între OPCVM și FIA, în loc să aplice frecvențe diferite pentru fonduri de investiții cu structuri de portofoliu diferite.
- **Un procent semnificativ de administratori de fonduri utilizează scenarii multiple privind lichiditatea, care simulează, de regulă, condiții de piață variabile.** Un element de bază al oricărei testări la stres îl constituie un scenariu subiacent care redă condiții caracterizate de tensiuni semnificative pe piață. Cu toate acestea, severitatea scenariilor de testare la stres utilizate variază considerabil de la un administrator de fonduri la altul. În cazul unora dintre aceste scenarii, reprezentarea veridică a condițiilor caracterizate de tensiuni pe piață este foarte îndoielnică. Pe partea de active, unele dintre marjele de ajustare a valorii aplicate sunt destul de mici, fiind astfel mai puțin adecvate pentru a reprezenta variații considerabile ale lichidității pe piață. Pe partea de pasive, fondurile de investiții care nu s-au confruntat în trecut cu presiuni legate de răscumpărări nu ar trebui să își bazeze scenariile de răscumpărări doar pe date istorice.
- **În concordanță cu diferențele considerabile dintre diferitele tipuri de administratori de fonduri și fonduri de investiții, complexitatea scenariilor de testare la stres utilizate variază substanțial la nivelul administratorilor de fonduri.** Unii administratori de fonduri utilizează scenarii ipotetice simple care nu sunt susținute de niciun fel de date, în timp ce alții aplică metode statistice sofisticate pentru elaborarea scenariilor specifice fondurilor de investiții. Prin natura sa, definirea unor scenarii prudente privind lichiditatea este dificilă. Comparativ cu riscul de piață, pentru care este disponibilă o cantitate generoasă de informații, modelarea testării la stres a lichidității este mult mai complicată. Pe partea de active, modelarea profilului de lichiditate în condiții de stres poate fi extrem de dificilă, în special în cazul activelor pentru care nu sunt imediat disponibile date privind tranzacțiile (de exemplu, instrumente cu venit fix). Pe partea de pasive, anticiparea comportamentului investitorilor în condiții caracterizate de tensiuni pe piață nu este simplă și depinde de o multitudine de factori, de exemplu de raportul dintre investitorii instituționali și investitorii individuali sau procentul de clienți „rigizi”. Problema este și mai accentuată în cazul OPCVM, deoarece, de regulă, administratorii de fonduri nu dețin suficiente informații cu privire la profilurile investitorilor în OPCVM. Aspectele normative par să dețină doar un rol minor în modelarea scenariilor. Scenariile de testare la stres sunt, prin urmare, concepute în conformitate cu expunerile categoriilor de active și cu calendarul răscumpărărilor aplicabil fondului de investiții.

⁽¹⁾ Obiectivul principal al sondajului CERS a fost acela de a oferi o prezentare generală a practicilor de testare la stres ale administratorilor de active europeni, pentru a analiza, în principal, măsura în care testarea la stres a fondurilor individuale a inclus tensiuni privind lichiditatea (respectiv capacitatea unui fond de investiții de a răspunde unui volum amplu de cereri de răscumpărare). Sondajul CERS a vizat un număr de 274 de administratori de fonduri din cadrul Uniunii și a inclus întrebări referitoare la practicile actuale ale administratorilor de active privind gestionarea riscului de lichiditate și testarea la stres.

Testarea la stres ar trebui efectuată în condiții diferite, cum ar fi cereri atipice de răscumpărare și un comportament neobișnuit al prețurilor activelor, și ar putea să țină seama și de evenimente precum neîndeplinirea obligațiilor de plată de către o contrapartidă și alți factori de risc (de exemplu, riscuri politice). ESMA ar trebui să furnizeze orientări cu privire la tipul de scenarii pe care un fond de investiții ar trebui să le ia în considerare în procesul de concepere a testării la stres. Scenariile ar trebui să includă scenarii bazate pe variațiile anterioare ale prețurilor și scenarii ipotetice. Scenariile istorice modelează parametrii testării la stres în funcție de o criză anterioară și calculează impactul pe care aceasta l-ar fi avut asupra fondului de investiții. Având în vedere probabilitatea ca viitoarele crize să se manifeste în mod diferit față de cele anterioare, precum și dificultatea reproducerii fidele a crizelor anterioare, testările la stres nu ar trebui să se bazeze în mod exclusiv pe scenarii istorice. Scenariile ipotetice s-ar putea baza pe șocuri economice sau pe caracteristicile comportamentale ale investitorilor sau ale administratorului de fonduri. Elaborarea unor astfel de scenarii ipotetice ar trebui să corespundă sensibilităților specifice ale tipului de fond și ale strategiei fondului.

Testările la stres în sens invers ar putea completa exercițiul de testare la stres în ansamblu. Includerea testării la stres în sens invers ar putea să furnizeze informații utile cu privire la comportamentul fondului de investiții până în momentul intrării în dificultate. Aceasta limitează dependența de scenariile istorice și posibilitatea conceperii unor scenarii ipotetice. Testarea la stres în sens invers ar putea permite administratorului de fonduri să analizeze și să înțeleagă pe deplin toate vulnerabilitățile, precum și să soluționeze riscurile respective.

Testările la stres ar trebui, în mod ideal, să fie utilizate în toate etapele de viață ale unui fond, de la crearea acestuia și până la lichidare, precum și în cadrul tuturor deciziilor privind investițiile adoptate între timp. Atunci când se constituie un fond de investiții, testarea la stres ar trebui utilizată pentru a stabili și a defini parametrii fondului de investiții (de exemplu, profilul de risc și toleranța la risc), mai ales relația dintre lichiditatea activelor-suport și frecvența posibilelor răscumpărări, inclusiv în condiții caracterizate de tensiuni pe piață. Testarea la stres ar putea fi, de asemenea, utilizată atunci când se analizează orice ajustări ale strategiei fondului de investiții, termenii și condițiile, precum și deciziile privind investițiile. La întocmirea unui plan pentru situații neprevăzute destinat fondului de investiții în condiții caracterizate de tensiuni, testările la stres ar putea fi folosite pentru analiza utilizării diferitelor instrumente de gestionare a riscului de lichiditate.

Calendarul și frecvența testării la stres ar trebui să reflecte caracteristici ale fondului de investiții precum dimensiunea, strategia de investiții, activele-suport, profilul investitorilor și frecvența posibilelor răscumpărări. În cazul unui portofoliu cu un rulaj ridicat sau cu o bază de investitori care se schimbă rapid, este posibil ca profilul și riscul de lichiditate să fie mai volatile. Testările la stres ar trebui să fie utilizate mai frecvent în aceste circumstanțe decât în cazul unui fond de investiții cu o bază de investitori mai stabilă și perioade mai îndelungate de răscumpărare.

Frecvența testărilor la stres poate depinde de tipul de scenariu utilizat. În cazul scenariilor istorice, metodele statistice utilizate la elaborarea scenariilor ar putea fi cu ușurință actualizate cu ajutorul datelor noi și al parametrilor testărilor la stres. Întrucât este deseori mecanic, acest proces ar putea fi realizat cu o frecvență mai ridicată. Scenariile ipotetice necesită o evaluare mai specifică fondului de investiții și personalizată a factorilor relevanți care afectează fondul de investiții și, prin urmare, dată fiind necesitatea unei analize mai aprofundate, acest tip de testare la stres poate fi efectuat cu o frecvență mai redusă.

Prezenta recomandare nu intenționează să acopere testarea la stres macroprudențială. Testarea la stres macroprudențială este un domeniu care trebuie dezvoltat în continuare. Limitările legate de date și modelare împiedică, în prezent, utilizarea acestor modele ca instrumente eficiente de supraveghere. CERS analizează actualmente rolul testării la stres macroprudențiale în evaluarea riscurilor la adresa stabilității financiare asociate fondurilor de investiții.

II.3.2. Efecte neintenționate

Orientări concrete cu privire la testările la stres ar putea conduce la un comportament similar/mai armonizat al administratorilor de fonduri și, în ultimă instanță, la poziționarea uniformă a activelor fondurilor de investiții (poziționare unilaterală). Aceasta ar putea să sporească riscul de comportament gregar în viitor, precum și riscul financiar sistemic. În plus, în special în cazul administratorilor de fonduri mai mici, existența unui număr mai mare de orientări ar putea conduce la testări la stres suplimentare și, prin urmare, la costuri mai ridicate.

II.4. Recomandarea D – Obligațiile de raportare ale OPCVM

II.4.1. Raționament economic și efecte preconizate

Recomandarea D punctul 1 – Obligații de raportare pentru OPCVM și societățile de administrare a OPCVM

Lipsa unui cadru de raportare armonizat la nivelul statelor membre împiedică, în prezent, evaluarea și monitorizarea cuprinzătoare a posibilei contribuții a OPCVM la riscurile la adresa stabilității financiare. Deși multe jurisdicții din cadrul Uniunii prevăd obligații de raportare pentru OPCVM, rezultatele sondajelor arată că practicile de raportare diferă considerabil în ceea ce privește frecvența raportării, sfera de aplicare a raportării OPCVM și datele raportate⁽¹⁾. Prin urmare, agregarea datelor naționale și monitorizarea evoluțiilor, de exemplu cu privire la riscul de lichiditate și riscul efectului de levier pentru OPCVM la nivelul Uniunii, nu sunt posibile.

Statisticile BCE cu privire la fondurile de investiții sunt insuficiente pentru a asigura evaluarea și monitorizarea cuprinzătoare a riscului de lichiditate și a riscului efectului de levier în cazul OPCVM. Deși statisticile BCE permit autorităților de reglementare să monitorizeze evoluțiile din sectorul fondurilor de investiții din zona euro utilizând informații privind categoriile generale de activ și pasiv din bilanț, inclusiv defalcări în funcție de scadență, elementele acoperite nu sunt suficiente pentru o evaluare adecvată a riscului. În special, datele cu caracter granular privind tranzacțiile instrumente și expunerile individuale nu sunt incluse, deși aceste date sunt necesare pentru evaluarea adecvată a evoluțiilor la nivelul lichidității portofoliilor OPCVM. De asemenea, tendințele privind utilizarea efectului de levier nu pot fi monitorizate în mod corespunzător, întrucât datele disponibile permit doar calcularea utilizării efectului de levier financiar (de exemplu, prin intermediul împrumuturilor). O metodă de măsurare mai cuprinzătoare a efectului de levier, inclusiv utilizarea acestuia prin intermediul instrumentelor derivate (mai exact, efectul de levier sintetic), nu este disponibilă. Mai mult, în prezent, statisticile BCE nu fac diferența între OPCVM și FIA, deși aceasta prezintă importanță pentru monitorizarea adecvată a riscurilor din moment ce aceste fonduri funcționează în temeiul unor regimuri normative foarte diferite.

Definirea unui cadru de raportare armonizat pentru OPCVM la nivelul Uniunii ar putea fi eficientă din perspectiva monitorizării și ar putea, de asemenea, să reducă ineficiențele și costurile în materie de raportare existente, atât pentru autoritățile competente, cât și pentru sector. De la intrarea în vigoare a Directivei 2011/61/UE, atât ANC, cât și AFIA și-au ameliorat capacitățile tehnice și au acumulat experiență cu privire la cadrul cuprinzător de raportare la nivelul Uniunii în conformitate cu Directiva 2011/61/UE. În măsura în care un nou cadru de raportare pentru OPCVM ar fi stabilit pe baza sistemelor tehnice de raportare existente, atât autoritățile competente, cât și administratorii de fonduri care administrează FIA și OPCVM sau administratorii de fonduri care administrează OPCVM cu diverse cerințe de raportare în diferite jurisdicții ar beneficia de sinergii de raportare mai solide.

La stabilirea cadrului de raportare pentru OPCVM, Comisia ar trebui să aibă în vedere faptul că OPCVM funcționează în limitele unui regim normativ mai strict decât cel al FIA. Un cadru de raportare mai restrâns ar fi suficient pentru monitorizarea corespunzătoare a riscurilor la adresa stabilității financiare legate de OPCVM.

Comisia ar trebui, să aibă în vedere și alte inițiative în desfășurare care ar putea avea un impact asupra unei astfel de raportări armonizate. Comisia ar trebui să țină seama de contribuțiile din partea ESMA și ANC referitoare la această raportare, precum și de posibilele măsuri noi, alternative/modificate privind efectul de levier care sunt în curs de a fi elaborate de către IOSCO. Mai mult, cerințele de raportare stabilite în Regulamentul (UE) 2017/1131 privind fondurile de piață monetară ar trebui să fie, de asemenea, luate în considerare.

Cerințele de raportare detaliate cu privire la caracteristicile lichidității ar facilita monitorizarea riscului sistemic potențial generat de transformările lichidității și de necorelările la nivelul acesteia în cadrul OPCVM. OPCVM fac obiectul unor norme detaliate cu privire la eligibilitatea activelor și, prin urmare, investesc, de regulă, în active mai lichide, deși anumite OPCVM pot investi, de asemenea, în categorii de active mai puțin lichide, cum ar fi anumite tipuri de fonduri de obligațiuni (piețe emergente sau obligațiuni cu randament ridicat). Întrucât fac, de asemenea, obiectul unor cerințe minime cu privire la frecvențele de răscumpărare, OPCVM ar putea prezenta totodată un risc de lichiditate sporit. În cazul acestor OPCVM, cadrul legislativ actual permite menținerea unei potențiale lacune la nivelul datelor, întrucât acestea nu au obligația de raportare către ANC la fel ca FIA. Sfera de aplicare a cadrului actual de raportare nu este, prin urmare, atotcuprinzătoare (Directiva 2011/61/UE comparativ cu Directiva 2009/65/CE) și nu include indicatori armonizați privind riscul de lichiditate care să fie semnificativi și ușor de elaborat și interpretat. Acest lucru prezintă o deosebită importanță pentru monitorizarea evoluțiilor din perspectivă macroprudențială, precum și pentru agregarea măsurilor individuale la nivelul sectorului și al jurisdicțiilor.

⁽¹⁾ De exemplu, Comisia de supraveghere a sectorului financiar (*Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF*) din Luxemburg a introdus, la începutul anului 2016, o cerință de raportare a riscului de către OPCVM și solicită sectorului OPCVM să raporteze, cu o frecvență semestrială, date cu privire la diverși factori de risc precum efectul de levier, riscul de contrapartidă, riscul de credit și riscul de lichiditate. Informații suplimentare sunt disponibile la adresa <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>

Pentru a permite monitorizarea necorelărilor lichidităților în cadrul OPCVM, acestea din urmă ar trebui să aibă obligația de a raporta informații cu privire la activele și pasivele lor. AFIA trebuie să raporteze informații cu privire la profilul de lichiditate al FIA, care oferă informații utile privind evaluarea (de către AFIA) a lichidității activelor plasate de către un FIA și structura investitorilor săi. Acestea ar trebui, de asemenea, utilizate ca bază pentru raportările OPCVM conexe și ar trebui completate de raportarea cu privire la disponibilitatea și utilizarea diferitelor instrumente de administrare a lichidităților aflate la dispoziția OPCVM. Date de raportare ulterioare ar putea, de exemplu, să includă informații cu privire la dimensiunea răscumpărărilor istorice.

Colectarea altor date facilitează elaborarea unei evaluări cuprinzătoare a posibilei contribuții la riscul sistemic/financiar a acestor OPCVM. În special, sursa efectului de levier prezintă interes, astfel încât să poată fi realizată o evaluare corespunzătoare a riscurilor induse, de exemplu, prin utilizarea efectului de levier de către OPCVM. Acestea din urmă ar trebui, de asemenea, să furnizeze, printre altele, informații cu privire la strategia de investiții, instrumentele tranzacționate și expunerile individuale, profilul de risc de piață, profilul de risc de credit și de contrapartidă, precum și profilul de risc de lichiditate. Aceste informații ar putea oferi o indicație privind riscul de vânzări forțate, concentrarea contrapartidelor și interconectarea cu sistemul financiar în ansamblu. Ar trebui incluse aici și categorii ale pozițiilor de instrumente financiare derivate, tehnici și instrumente precum contractele de report sau operațiuni de împrumut de titluri de valoare. Cerințe foarte similare sunt stabilite în cerințele de raportare prevăzute de Directiva 2011/61/UE, care ar putea fi completate de aspecte specifice OPCVM, precum administrarea eficientă a portofoliului. AFIA trebuie să furnizeze informații cu privire la profilul de risc și la principalele categorii de active în care FIA este investit, inclusiv pozițiile corespunzătoare brute, lungi și scurte de instrumente financiare derivate. Cu toate acestea, AFIA trebuie, de asemenea, să furnizeze informații cu privire la sursa împrumuturilor în numerar ⁽¹⁾.

O parte semnificativă a sectorului OPCVM aplică strategii prin care utilizarea efectului de levier – inclusiv a efectului de levier sintetic – este limitată numai indirect. În ceea ce privește utilizarea efectului de levier financiar prin intermediul operațiunilor de finanțare prin titluri de valoare sau a efectului de levier sintetic prin intermediul expunerilor la instrumente financiare derivate, OPCVM pot crea o expunere – calculată în conformitate cu abordarea bazată pe angajamente – numai până la o valoare maximă echivalentă cu VAN totală (a se vedea caseta 1b). Cu toate acestea, în conformitate cu Directiva 2009/65/CE, statele membre pot permite, de asemenea, OPCVM să își calculeze expunerea globală utilizând o abordare VaR sau alte metodologii avansate de măsurare a riscurilor în locul abordării bazate pe angajamente ⁽²⁾. Pentru aceste fonduri de investiții, utilizarea efectului de levier este restricționată numai indirect prin limitări ale riscului de piață al fondului de investiții ⁽³⁾. Cu alte cuvinte, fondurile care utilizează abordarea VaR *absolută* sunt limitate la o VaR absolută care nu depășește 20 % din VAN. La rândul lor, fondurile de investiții care aplică abordarea VaR *relativă* se limitează la nu mai mult de dublul riscului de pierdere în cadrul unui model VaR dat, comparativ cu un portofoliu similar, dar care nu utilizează efectul de levier. Un aspect important îl constituie faptul că aceste abordări VaR ar putea permite un nivel mai ridicat al efectului de levier decât în cadrul abordării bazate pe angajamente, în funcție de volatilitatea activelor-suport. Un sondaj CERS care a inclus 11 jurisdicții din cadrul Uniunii indică faptul că subsetul de OPCVM care utilizează abordările VaR) pentru calcularea expunerii globale ar putea reprezenta între 27 % și 50 % din sectorul OPCVM al Uniunii în ceea ce privește VAN.

Obiectivul ar trebui să fie raportarea consecventă a efectului de levier pentru toate OPCVM și FIA, care ar trebui să sprijine monitorizarea fondurilor de investiții ce nu fac obiectul limitelor efectului de levier în cadrul sectorului fondurilor de investiții al Uniunii. CSF recomandă autorităților să colecteze date privind efectul de levier în cadrul fondurilor de investiții, să monitorizeze utilizarea efectului de levier de către fondurile de investiții care nu fac obiectul limitelor efectului de levier sau care pot prezenta riscuri semnificative legate de efectul de levier la adresa sistemului financiar, precum și să adopte măsuri, după caz. Totodată, IOSCO a primit solicitarea de a identifica și/sau de a elabora măsuri consecvente privind efectul de levier în cadrul fondurilor de investiții pentru a asigura o monitorizare mai relevantă a efectului de levier în scopuri de stabilitate financiară, precum și de a sprijini realizarea unor comparații directe între fondurile de investiții la nivel mondial până la finele anului 2018 ⁽⁴⁾. Prin urmare, obiectivul final ar trebui să fie raportarea armonizată a efectului de levier, în concordanță cu măsurile consecvente privind efectul de levier care se așteaptă să fie elaborate/identificate de IOSCO. Armonizarea cadrului de raportare pentru OPCVM și raportarea privind efectul de levier în cadrul FIA în conformitate cu Directiva 2011/61/UE ar trebui să aibă loc conform acestor măsuri și ar trebui să faciliteze monitorizarea fondurilor de investiții care utilizează efectul de levier în sectorul fondurilor de investiții al Uniunii în ansamblu. Prin urmare, Comisia ar trebui să elaboreze un cadru armonizat atât la nivelul Uniunii, cât și al OPCVM și FIA, ținând seama de dimensiunea internațională, precum și de obiectivul elaborării unor abordări uniforme pentru diferitele metode de calcul al efectului de levier (metoda bazată pe angajamente, metoda bazată pe valoarea brută și metoda bazată pe valoarea noțională). Acest lucru ar facilita, de asemenea, monitorizarea efectului de levier la nivelul OPCVM care funcționează doar în limitele unor restricții indirecte aplicabile efectului de levier.

⁽¹⁾ A se vedea, de exemplu, anexa IV la Regulamentul delegat (UE) nr. 231/2013.

⁽²⁾ A se vedea, de exemplu, articolul 41 alineatul (3) din Directiva 2010/43/UE.

⁽³⁾ A se vedea Ghidul CESR (de nivel 3) privind măsurarea riscului și calculul expunerii globale și al riscului de contraparte pentru OPCVM-uri, 28 iulie 2010.

⁽⁴⁾ A se vedea recomandările 10 și 11 din „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities”, CSF, ianuarie 2017.

Raportarea efectului de levier în concordanță cu metoda bazată pe angajamente conform Directivei 2011/61/UE ar presupune ca OPCVM să adauge VAN la expunerea acestora, determinată cu ajutorul metodei bazate pe angajamente a OPCVM. În prezent, metodele utilizate pentru calcularea expunerii în conformitate cu metoda bazată pe angajamente diferă într-o mică măsură între Directiva 2009/65/CE și Directiva 2011/61/UE. În timp ce Directiva 2011/61/UE prevede că FIA trebuie să calculeze expunerea conform metodei bazate pe angajamente ca suma valorii absolute a tuturor pozițiilor, fondurile OPCVM trebuie să calculeze doar expunerea progresivă generată de utilizarea efectului de levier (a se vedea tabelul 3). Întrucât OPCVM nu au permisiunea de a împrumuta numerar negarantat în scopuri de investiții, iar regulile de calculare a expunerilor prin intermediul operațiunilor de finanțare prin titluri de valoare și al instrumentelor financiare derivate sunt similare celor prevăzute de Directiva 2011/61/UE, metoda bazată pe angajamente utilizată de OPCVM poate fi aliniată la Directiva 2011/61/UE impunând OPCVM să adauge VAN la expunerea lor.

În acest context, noile raportări ale OPCVM cu privire la riscuri ar trebui să includă și raportări referitoare la testările la stres efectuate de acestea. Acestea ar trebui să includă raportări cu privire la rezultatele testărilor la stres unidimensionale standardizate și ar trebui să furnizeze, de asemenea, informații cu privire la scenariile de testare la stres derulate de administratorii de fonduri, precum și constatările relevante.

Tabelul 3

Calcularea expunerii fondului de investiții utilizând metoda bazată pe angajamente

	DAFIA	OPCVM	
		Metoda actuală de calculare	Modificări recomandate
Definiția expunerii	Suma valorilor absolute ale tuturor pozițiilor	Expunere și efect de levier progresive generate prin utilizarea instrumentelor financiare derivate	A se adăuga valorile activelor nete
Efect de levier financiar	Reutilizarea împrumuturilor în numerar		
	Cea mai mare dintre valoarea de piață a investiției realizate sau suma totală a numerarului luat cu împrumut	Împrumuturi în numerar negarantate a căror utilizare nu este permisă în scopuri de investiții	Niciuna
	Operațiuni de finanțare prin titluri de valoare		
	Valoarea de piață a garanțiilor primite (inclusiv numerar) la data reinvestirii	Valoarea de piață a garanțiilor primite (inclusiv numerar) la data reinvestirii	Niciuna
Efect de levier sintetic net	Instrumente financiare derivate		
	Suma valorii de piață a poziției echivalente a activului-suport după luarea în considerare a acordurilor de compensare și de acoperire a riscurilor	Suma valorii de piață a poziției echivalente a activului-suport după luarea în considerare a acordurilor de compensare și de acoperire a riscurilor	Niciuna

Recomandarea D punctul 2 – Frecvența și sfera de acoperire a obligațiilor de raportare pentru OPCVM și pentru societățile de administrare a OPCVM

Datele menționate în Recomandarea D punctul 1 ar trebui raportate trimestrial de către o proporție suficientă și – din perspectiva stabilității financiare – relevantă din toate OPCVM și societățile de administrare a OPCVM. Componenta portofoliilor fondurilor de investiții, lichiditatea portofoliilor și utilizarea efectului de levier (în special, prin intermediul instrumentelor financiare derivate) pot face obiectul unor variații semnificative pe termen scurt. Ca atare, este necesară raportarea cel puțin trimestrială pentru o monitorizare și, unde se impune, o reacție adecvată la evoluțiile care ar putea să contribuie la crearea de riscuri la adresa stabilității financiare. Date fiind diversele strategii de investiții și dimensiuni ale OPCVM și ale societăților de administrare a OPCVM, este probabil ca măsura în care fondurile de investiții individuale sau grupurile de fonduri de investiții pot contribui la riscul sistemic să varieze. Din perspectiva stabilității financiare, raportarea trimestrială efectuată de un subset suficient de OPCVM și societăți de administrare a OPCVM ar asigura o monitorizare adecvată și ar limita, totodată, sarcina generală de raportare a sectorului.

Subsetul de OPCVM care ar trebui să raporteze trimestrial ar trebui să conțină cel puțin acele OPCVM care utilizează abordarea VaR pentru a-și măsura expunerea globală. Angajându-se în tranzacții cu instrumente financiare derivate, aceste OPCVM aplică, în general, strategii de investiții mai complexe și pot utiliza un nivel semnificativ al efectului de levier. Pe lângă acest subset de OPCVM, Comisia ar trebui, de asemenea, să ia în considerare caracteristici precum dimensiunea activelor administrate și, eventual, strategia de investiții și profilul de lichiditate, astfel încât un procent relevant din ansamblul OPCVM și al societăților de administrare a OPCVM să raporteze trimestrial.

Monitorizarea eficace a evoluțiilor și crearea potențială de riscuri la adresa stabilității financiare în cadrul sectorului OPCVM în general ar necesita ca un subset suficient din ansamblul OPCVM și al societăților de administrare a OPCVM să raporteze, cel puțin anual, un subset suficient de date. Introducerea obligației de raportare anuală pentru o proporție suficientă din sectorul OPCVM ar permite, în combinație cu datele disponibile cu privire la FIA, monitorizarea evoluțiilor generale la nivelul întregului sector al fondurilor de investiții din Uniune. Ar trebui notat faptul că raportarea anuală ar fi în conformitate cu frecvența minimă de raportare prevăzută de Directiva 2011/61/UE. Aceasta ar asigura posibilitatea unei monitorizări cel puțin anuale a riscului la adresa stabilității financiare asociat sectorului fondurilor de investiții, atât în cazul OPCVM, cât și pentru FIA, ceea ce ar permite, de asemenea, realizarea în timp de comparații relevante între evoluțiile la nivelul OPCVM și al FIA și ar permite identificarea posibilelor modificări structurale care ar putea contribui la crearea de riscuri sistemice.

Se recomandă Comisiei să ia în considerare totalitatea activelor administrate de OPCVM și de societățile de administrare a OPCVM la stabilirea entităților care ar trebui să facă obiectul unor cerințe de raportare anuală. Utilizarea activelor administrate pentru a determina cerințele de raportare este în conformitate cu practicile existente de stabilire cerințelor de raportare pentru AFIA. Comisia poate lua în considerare și alte caracteristici la determinarea entităților care ar trebui să facă obiectul cerințelor de raportare anuală, precum utilizarea efectului de levier în cadrul OPCVM, abordarea utilizată pentru a calcula expunerea globală și strategia de investiții a OPCVM.

Directiva 2011/61/UE prevede că frecvențele de raportare pentru AFIA ar putea fi utilizate ca indice de referință pentru a determina frecvențele de raportare pentru OPCVM și societățile de administrare a OPCVM, în funcție de trei categorii de raportare (trimestrială, anuală sau fără obligație de raportare). Frecvențele de raportare actuale⁽¹⁾ pentru AFIA autorizate care administrează FIA din Uniune (în concordanță cu cele prevăzute pentru OPCVM și pentru societățile de administrare a OPCVM care trebuie să fie autorizate în ansamblul lor și care au sediul în UE) pot fi rezumate după cum urmează:

- AFIA care administrează FIA cu o valoare totală a activelor administrate sub pragul de 100 de milioane EUR pot opta pentru autorizare și pot raporta anual informații atât la nivel de administrator, cât și la nivel de FIA;
- dacă totalul activelor administrate ale unui AFIA depășește pragul de 100 de milioane EUR, dar rămâne sub pragul de 1 miliard EUR, AFIA îi revine obligația de raportare semestrială atât la nivel de administrator, cât și la nivel de FIA, mai puțin în cazul fondurilor cu active administrate care depășesc 500 de milioane EUR;
- dacă totalul activelor administrate ale unui AFIA depășește pragul de 1 miliard EUR, AFIA îi revine obligația de raportare trimestrială atât la nivel de administrator, cât și la nivel de FIA.

⁽¹⁾ „Ghid privind obligațiile de raportare în conformitate cu articolul 3 alineatul (3) litera (d) și articolul 24 alineatele (1), (2) și (4) din AFIA” (AEVMP/2014/869RO). Ar trebui notat faptul că rezumatul de mai sus nu ia în considerare frecvențele de raportare ale FIA care investesc în societăți și emitenți necotați pentru a obține control – o strategie de investiții care nu poate fi urmată de OPCVM.

Comisia poate colabora cu ESMA și cu ANC în vederea stabilirii unei abordări rezonabile pentru determinarea subsetului de OPCVM și societăți de administrare a OPCVM din categoriile relevante de raportare. Colaborarea cu ESMA și cu ANC oferă oportunitatea desprinderii unor învățăminte din experiențele actuale legate de raportarea în conformitate cu Directiva 2011/61/UE, în contextul elaborării cadrului de raportare pentru OPCVM și pentru societățile de administrare a OPCVM. Ar trebui menționat faptul că, în acest proces, Comisia, în cooperare cu ESMA și cu ANC, poate avea în vedere și alte obiective decât monitorizarea riscurilor la adresa stabilității financiare (de exemplu, protecția investitorilor), care ar necesita o raportare mai frecventă. Odată stabilită, raportarea privind OPCVM și societățile de administrare a OPCVM ar trebui să facă obiectul unei revizui la un moment specific în timp, ulterior implementării, pentru a evalua caracterul adecvat al sferei de aplicare și al frecvenței sale.

Comisia ar trebui să vizeze obținerea unui echilibru între valorificarea la maximum a beneficiilor rezultate din monitorizarea sporită a riscurilor și reducerea la minimum a costurilor care ar fi generate de noile cerințe de raportare. Pe termen lung, este probabil ca toate jurisdicțiile să beneficieze de pe urma unui cadru de raportare pentru OPCVM care să fie similar sistemelor/structurilor tehnice de raportare ale cadrului de raportare deja în vigoare conform Directivei 2011/61/UE. Totuși, pe termen scurt, tranziția către noi raportări privind OPCVM și societățile de administrare a OPCVM ar genera costuri atât pentru sectorul fondurilor de investiții, cât și pentru autoritățile de supraveghere. Costurile pe termen scurt ar putea să difere în cazul autorităților competente, jurisdicțiile care, în prezent, nu au obligații de raportare putându-se confrunta cu cea mai semnificativă sarcină. În cazul sectorului, costurile unui nou cadru de raportare unitar pentru OPCVM pot varia semnificativ la nivelul societăților de administrare a OPCVM. De exemplu, administratorii de fonduri care administrează OPCVM din diferite jurisdicții se vor confrunta cu unele costuri inițiale suplimentare de raportare, deși vor observa o ameliorare a eficienței generale a raportării și o reducere a costurilor comparativ cu situația actuală a diferitelor regimuri și cerințe de raportare din diferite jurisdicții. În mod similar, societățile care administrează atât OPCVM, cât și FIA se vor confrunta numai cu costuri punctuale mici și vor raporta cu privire la OPCVM prin intermediul sistemelor/structurilor de raportare existente pentru FIA. Este probabil ca societățile mici de administrare a OPCVM care administrează OPCVM dintr-o singură jurisdicție să se confrunte cu cele mai mari costuri pe termen scurt generate de un regim nou de raportare pentru OPCVM, întrucât câștigurile în materie de eficiență vor fi reduse, în cel mai bun caz, comparativ cu cele aferente situației actuale de raportare. Noua raportare a riscurilor va implica costuri suplimentare de administrare și de conformare legate de structurarea sistemului de raportare, precum și costuri periodice asociate întocmirii de rapoarte. La rândul lor, aceste costuri suplimentare ar putea conduce la economii de scară și ar putea afecta structura sectorului.

Recomandarea D punctul 3 – Armonizarea raportării și a schimbului de informații

ANC ar trebui să li se solicite să partajeze informațiile raportate de OPCVM și de societățile de administrare a OPCVM cu alte autorități din Uniune, precum și cu ESMA și CERS. Schimbul obligatoriu de informații facilitează analiza colectivă a posibilei contribuții a OPCVM la crearea de riscuri sistemice și permite un răspuns comun. În plus, unul sau mai multe OPCVM ar putea, la un moment dat, să constituie o sursă importantă de risc de contrapartidă pentru o instituție de credit sau pentru o altă instituție relevantă din punct de vedere sistemic dintr-unul sau din mai multe state membre. Această situație subliniază în continuare importanța unui cadru corespunzător de partajare a informațiilor raportate cu alte autorități.

Se recomandă Comisiei să aplice dispozițiile și practicile actuale pentru schimbul de informații prevăzute în Directiva 2011/61/UE la noul cadru de raportare pentru OPCVM⁽¹⁾. În conformitate cu Directiva 2011/61/UE, ANC sunt obligate să partajeze informațiile colectate cu privire la AFIA și FIA cu alte autorități, precum și cu ESMA și CERS. La rândul său, schimbul de informații dintre ESMA și CERS cu privire la datele colectate în temeiul Directivei 2011/61/UE se bazează pe un memorandum de înțelegere. ANC din statele membre gazdă pot solicita, de asemenea, informații suplimentare în afara cadrului de raportare, în mod periodic sau pe bază ad-hoc, dacă se consideră necesar pentru o monitorizare eficientă a riscurilor sistemice. Schimbul armonizat de informații este sprijinit în continuare, conform Directivei 2011/61/UE, prin standardele tehnice de punere în aplicare, elaborate de ESMA, destinate stabilirii procedurilor pentru schimbul de informații între ANC și între ANC și ESMA.

II.4.2. Efecte neintenționate

Un nou cadru de raportare pentru OPCVM generează costuri legate de colectarea datelor și de procesele de partajare care trebuie implementate de societățile de administrare și de ANC. Orice încercare de a consolida raportarea de către OPCVM și societățile de administrare a OPCVM ar trebui, prin urmare, să recunoască pe deplin principiul proporționalității și să urmărească reducerea costurilor asociate. În special, raportarea consolidată pentru OPCVM ar putea să impună participanților mai mici din sector o sarcină nejustificată. Cadrul de raportare pentru OPCVM ar trebui, prin urmare, să țină cont de contribuția potențială a fiecărui fond de investiții la crearea de riscuri sistemice în contextul stabilirii cerințelor de raportare. Cadrul de raportare pentru OPCVM ar trebui să aibă în vedere alte modalități de a reduce costurile asociate și ar trebui să ia în considerare cadrele de raportare existente pentru care sectorul și autoritățile competente au elaborat deja standarde tehnice. În special, întrucât o serie de societăți de administrare a OPCVM dețin, de asemenea, o autorizație de funcționare ca AFIA și este probabil ca un număr de domenii

⁽¹⁾ A se vedea, de exemplu, articolele 50, 52 și 54 din Directiva 2011/61/UE.

de raportare să fie similare atât pentru OPCVM, cât și pentru FIA, ar fi rezonabil ca formatul cadrului de raportare pentru OPCVM să se bazeze pe cadrul de raportare existent prevăzut de Directiva 2011/61/UE. Cadrul de raportare pentru OPCVM ar trebui să ia, de asemenea, în considerare, într-o măsură cât mai mare posibil, raportările existente pe care aceste fonduri de investiții trebuie deja să le respecte. În special, colectarea de date de către BCE cu privire la bilanțul fondurilor de investiții include deja informații detaliate referitoare la activele și pasivele fondurilor de investiții [a se vedea Regulamentul (UE) nr. 1073/2013 al Băncii Centrale Europene ⁽¹⁾]. Totuși, aceste date nu sunt disponibile la nivelul întregii Uniuni și, în general, nu prezintă un caracter suficient de granular pentru a furniza informații utile cu privire la riscul de lichiditate și efectul de levier asociate fondurilor de investiții.

II.5. **Recomandarea E – Orientări cu privire la articolul 25 din Directiva 2011/61/UE**

II.5.1. **Raționament economic și efecte preconizate**

Recomandarea E punctul 1 – Evaluarea riscului sistemic legat de efectul de levier

Administratorii fondurilor de investiții au obligația de a raporta ANC date cu caracter granular pentru fiecare FIA care utilizează efectul de levier pe care îl administrează. Datele, care pot include până la 301 elemente, conțin informații detaliate cu privire la utilizarea efectului de levier, dimensiunea, strategiile de investiții, principalele expuneri, zona geografică vizată, investițiile aflate în proprietatea investitorilor și concentrarea investitorilor, instrumentele tranzacționate, riscul de piață, profilul de risc al contrapartidei, profilul de lichiditate (inclusiv profilul de răscumpărare), precum și aspectele referitoare la riscul operațional și la alte riscuri ale fondului de investiții. Ar trebui menționat că FIA cu un indicator de levier mai mare decât triplul VAN, calculat conform metodei bazate pe angajamente, sunt considerate ca utilizând în mod substanțial efectul de levier. În plus, administratorii unor astfel de fonduri trebuie să raporteze și cu privire la cele mai mari cinci surse de împrumuturi de numerar sau de titluri de valoare.

Datele cu caracter granular puse la dispoziția ANC sprijină evaluările riscului sistemic legat de efectul de levier, deși permit în mare măsură abordări naționale divergente. De exemplu, datele raportate includ două metode de măsurare a efectului de levier, o metodă de măsurare bazată pe valoarea brută, dar și o metodă de măsurare bazată pe valoarea netă, care reprezintă expunerile cu efect de levier utilizate în scopuri de compensare sau de acoperire a riscului, iar autoritățile pot avea opinii divergente cu privire la utilizarea și interpretarea acestor metode de măsurare. Mai mult, raportarea amplă de date permite diferențe la nivel național cu privire la necesitatea includerii în evaluare a unor elemente informative suplimentare care depășesc utilizarea efectului de levier. Pot exista, de asemenea, diferențe cu privire la nevoia de a evalua contribuția utilizării efectului de levier în cadrul FIA la crearea de riscuri sistемice.

Caracterul internațional al sectorului FIA necesită o abordare mai coordonată cu privire la evaluarea riscului sistemic legat de efectul de levier și a măsurilor potențiale de diminuare a riscului. În general, FIA investesc și au legături cu instituții financiare transfrontaliere, de aceea posibilul impact economic al reducerii utilizării efectului de levier de către fondurile de investiții sau al situațiilor de dificultate în care se pot afla fondurile de investiții nu se limitează la jurisdicțiile în care FIA își au sediul. Administratorii de fonduri pot să se mute și/sau să își transfere cu ușurință fondurile de investiții între jurisdicții, ceea ce subliniază în continuare importanța unei abordări mai coordonate cu privire la evaluări și la măsurile potențiale de diminuare a riscului.

Pentru a se asigura că ANC adoptă o abordare consecventă atunci când evaluează dacă sunt îndeplinite condițiile privind impunerea unor măsuri legate de efectul de levier, ESMA ar trebui, în primul rând, să furnizeze o orientare referitoare la un set comun de indicatori. Această orientare ar facilita utilizarea eficace a informațiilor ample puse la dispoziția ANC în conformitate cu Directiva 2011/61/UE și ar încuraja ANC să efectueze o evaluare a măsurii în care utilizarea efectului de levier în sectorul FIA contribuie la crearea de riscuri sistемice. Operaționalizarea măsurilor de politică în temeiul articolului 25 din Directiva 2011/61/UE, inclusiv a limitelor macro-prudențiale ale efectului de levier sau a altor restricții impuse administratorilor FIA, necesită un cadru care să poată evalua dacă măsurile aplicate în cele din urmă la nivelul fondului de investiții limitează în mod eficace contribuția efectului de levier la crearea de riscuri sistемice în sectorul FIA.

Pentru a sprijini utilizarea armonizată a indicatorilor, se recomandă ESMA să furnizeze și orientări cu privire la interpretarea acestora. ESMA se află în prezent în proces de creare a unui set de date la nivelul UE care va include toate datele raportate ANC la nivel național în conformitate cu Directiva 2011/61/UE. Odată disponibil, setul de date ar trebui să permită ESMA să dezvolte perspective cantitative privind interpretarea indicatorilor incluși în cadrul de evaluare, de exemplu prin examinarea sintezelor de date statistice de bază cu privire la indicatori individuali precum valorile medii, mediane, minime și maxime raportate, precum și repartizarea valorilor raportate.

⁽¹⁾ Regulamentul (UE) nr. 1073/2013 al Băncii Centrale Europene din 18 octombrie 2013 privind statisticile referitoare la activele și pasivele fondurilor de investiții (BCE/2013/38) (JO L 297, 7.11.2013, p. 73).

Cadrul de evaluare ar trebui să includă indicatori care să surprindă nivelul, sursa și diferitele utilizări ale efectului de levier. Efectul de levier financiar generat de împrumuturi sau operațiuni de finanțare prin titluri de valoare sporește riscul de lichiditate asociat finanțării al unui fond de investiții, întrucât costurile de creditare sau cerințele privind marjele pot crește. La rândul ei, utilizarea efectului de levier sintetic sporește sensibilitatea fondului la șocurile de pe piețele instrumentelor financiare derivate, iar riscul cauzat de apelurile în marjă prin ușoarele fluctuații în sensul scăderii prețurilor ar putea forța un fond să vândă active la prețuri de lichidare.

Cadrul ar trebui să surprindă, pe cât posibil, canalele prin care riscul sistemic s-ar putea materializa, după cum se explică în continuare.

- (a) **Posibila contribuție a fondurilor individuale și a sectorului FIA în ansamblu la riscul de vânzări la prețuri de lichidare.** Profilul de răsкупărare al unui fond de investiții reprezintă unul dintre aspectele riscului de vânzare la prețuri de lichidare. Punerea la dispoziție a unor creanțe care pot fi răsкупărate pe termen scurt (în special, zilnic) și a unor perioade scurte de notificare expune fondul de investiții la retrageri masive ale investitorilor, ceea ce poate conduce la vânzări la prețuri de lichidare. Un alt aspect al profilului de răsкупărare al unui fond de investiții este reprezentat de baza sa de investitori, în cazul în care o concentrare mai ridicată în funcție de categoria de investitori, în special atunci când este combinată cu o frecvență redusă de răsкупărare, sporește riscul de vânzări la prețuri de lichidare, întrucât acestea pot fi declanșate prin simpla decizie a unuia sau a câtorva investitori de a-și răsкупăra unitățile. Profilul de lichiditate al unui fond de investiții constituie un al doilea aspect al riscului de vânzare la prețuri de lichidare. Lichiditatea portofoliului unui fond de investiții este un element esențial al capacității acestuia de a satisface cererile de răsкупărare și/sau apelurile în marjă fără a fi nevoit să vândă active la prețuri de lichidare. Capacitatea de a lichida părți din portofoliu depinde, în mare măsură, de caracteristicile portofoliului fondului de investiții. Aspecte precum concentrările ridicate de expuneri la riscul de credit al contrapartidei sau de instrumente unice sporesc șansa ca un fond de investiții să fie nevoit să vândă active la prețuri de lichidare în cazul în care o contrapartidă intră în situație de dificultate. În cazul portofoliilor complexe (de exemplu, cele care tranzacționează o proporție ridicată de instrumente extrabursiere sau care reciclează garanțiile în mod extensiv), aceste efecte pot fi în continuare amplificate.
- (b) **Interconexiunile directe ale fondurilor de investiții și ale sectorului FIA în ansamblu cu instituțiile financiare.** Utilizarea efectului de levier poate spori riscul ca un fond de investiții să se confrunte cu dificultăți financiare, care ar putea fi ulterior transmise la nivelul contrapartidelor fondului de investiții și, în continuare, la cel al sistemului financiar în general („canalul contrapartidei”). Contrapartidele ar putea include bănci sau brokeri care au legături directe de tranzacționare cu un fond de investiții care utilizează efectul de levier sau care au acordat finanțare acestuia. Un fond de investiții care utilizează efectul de levier poate, de asemenea, să propage riscuri la nivelul sistemului financiar mondial prin interconexiunile cu investitorii săi și prin finanțarea pe care o acordă altor intermediari financiari și întreprinderi („canalul interconectării”). O modalitate de surprindere a interconexiunilor directe cu instituțiile financiare constă în măsurarea concentrației expunerilor contrapartidelor la un fond de investiții. Fondurile de investiții pot avea, de asemenea, legături directe cu instituții financiare prin intermediul bazei lor de investitori și al investițiilor de portofoliu.
- (c) **Implicarea directă sau indirectă în intermedierea creditelor a fondurilor de investiții individuale și a sectorului FIA în ansamblu.** Fondurile de investiții care utilizează efectul de levier pot contribui la intermedierea excesivă a creditelor și la riscul de întrerupere a procesului de intermediere a creditelor atunci când ciclul creditării își schimbă direcția. Utilizarea efectului de levier permite fondurilor de investiții să acorde direct un volum mai mare de credite economiei reale sau să faciliteze o intermediere sporită a creditelor de către bănci. În ceea ce privește a doua posibilitate, fondurile de investiții pot pune la dispoziție finanțare directă pentru sectorul bancar, pot investi în credite structurate și pot prelua riscuri de credit prin instrumentele financiare derivate. Pot apărea riscuri sistematice ca urmare a unor stagnări bruște la nivelul furnizării de lichiditate și de finanțare pe termen scurt către instituțiile financiare, a unor reduceri neașteptate ale nivelului de lichiditate pe piață pentru instrumentele financiare care sunt importante pentru intermedierea creditelor sau pe seama unei separări insuficiente a riscurilor (!).

ESMA ar trebui să ofere orientări cu privire la un cadru de evaluare care să fie operabil. Deși, în teorie, pot fi clasificate în linii mari, canalele potențiale pentru riscul sistemic sunt interconectate și există probabilitatea ca, în practică, acestea să se consolideze reciproc. De asemenea, mecanismele care stau la baza riscului sistemic prin intermediul acestor canale pot fi complexe și sunt supuse modificărilor. Prin urmare, contribuția fondurilor de investiții la riscurile sistematice nu este ușor de surprins cu ajutorul unor indicatori individuali, ceea ce conduce la un arbitraj între elaborarea unui cadru simplu și operabil și elaborarea unui cadru mai complex și mai dificil de pus în aplicare. Ca principiu director, indicatorii ar trebui să fie incluși în cadru numai atunci când facilitează în mod semnificativ evaluarea contribuției fondurilor de investiții și a sectorului FIA în ansamblu la riscurile sistematice legate de utilizarea efectului de levier.

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

În plus, orientările ESMA privind cadrul de evaluare ar trebui să constituie o bază suficientă pentru ca ANC să își explice decizia de a lua măsuri de politică macroprudențială. ANC din statul membru de origine a AFIA ar trebui să informeze ESMA, CERS și ANC de care aparține FIA cu privire la motivele oricăror măsuri macroprudențiale adoptate în vederea limitării măsurii în care utilizarea efectului de levier contribuie la crearea de riscuri sistemice în sistemul financiar sau la riscuri de piețe dezordonate ⁽¹⁾. Prin urmare, ESMA ar trebui să formuleze recomandări cu privire la măsură și să analizeze, de asemenea, gradul în care condițiile pentru adoptarea de măsuri par să fi fost îndeplinite ⁽²⁾. Un cadru de evaluare detaliat pe care ANC să îl poată urma va spori probabilitatea ca ANC și ESMA să convină asupra necesității adoptării unei măsuri.

Tabelul 4 prezintă un exemplu de set de indicatori comuni care ar putea face parte din cadrul de evaluare recomandat. Indicatorii provin din analizele efectuate de BCE și De Nederlandsche Bank (DNB) ⁽³⁾, Oesterreichische Nationalbank (OeNB) ⁽⁴⁾ și FCA din Regatul Unit ⁽⁵⁾. Indicatorii facilitează o evaluare a nivelului, sursei și diferitelor utilizări ale efectului de levier și vizează să surprindă, pe cât posibil, canalele prin care se poate materializa riscul sistemic. Toți indicatorii pot fi construiți pe baza informațiilor raportate către ANC în conformitate cu articolul 24 din Directiva 2011/61/UE.

Tabelul 4

Exemplu de set de indicatori pentru un cadru de evaluare a riscurilor la adresa stabilității financiare generate de fondurile de investiții

		INDICATOR		DESCRIERE	Câmpuri de date pentru identificare în modelul de date DAFA
		#	DENUMIRE		
1. RISCUL DE IMPACT ASUPRA PIEȚEI	Dimensiune	1.1	Expunere netă	Valoarea activului net (VAN) * efectul de levier calculat conform metodei bazate pe angajamente	53, 295
		1.2	Valoare activului net	VAN	53
2. RISCUL DE VÂNZĂRI LA PREȚURI DE LICHIDARE	Efect de levier	2.1	Efect de levier net	Efect de levier calculat conform metodei bazate pe angajamente	295
		2.2	Raportul dintre valoarea brută și cea netă a efectului de levier	Efectul de levier calculat conform metodei bazate pe valoarea brută/ efectul de levier calculat conform metodei bazate pe angajamente, ca măsură privind utilizarea acordurilor de compensare și de acoperire a riscurilor	294, 295
	Profil de răscumpărare	2.3	Durata răscumpărării	Numărul minim de zile după care investitorii pot retrage investițiile	194, 195, 196

⁽¹⁾ A se vedea, de exemplu, articolul 25 din Directiva 2011/61/UE.

⁽²⁾ A se vedea, de exemplu, articolul 25 alineatul (6) din Directiva 2011/61/UE.

⁽³⁾ Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. și 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”, *Occasional Paper Series*, material elaborat în comun de BCE și DNB.

⁽⁴⁾ Lehecka, G. și Ubl, E., „Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer”, Raportul nr. 30 privind stabilitatea financiară al OeNB, decembrie 2015.

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

		INDICATOR		DESCRIERE	Câmpuri de date pentru identificare în modelul de date DAFIA
		#	DENUMIRE		
	Necorelarea lichidităților	2.4	Durata răscumpărării minus lichiditatea percepută a portofoliului în zile	Numărul minim de zile după care investitorii pot retrage investițiile minus lichiditatea portofoliului astfel cum a fost raportată de administratorul de active	194, 195, 196, 178-184
		2.5	Pondere a valorii activului net în activele foarte lichide	Activele foarte lichide includ numerarul și echivalentele de numerar (depozite, efecte de comerț și altele), acțiuni cotate, titluri de valoare cu risc scăzut (<i>investment grade</i>) emise de instituții financiare, obligațiuni guvernamentale emise de țări din UE și de țări din G10 din afara UE, precum și unități ale fondurilor de investiții	53, 123
		2.6	Cota de active nelichide (% VAN)	Activele nelichide includ active fizice, acțiuni necotate, obligațiuni corporative și obligațiuni convertibile cu risc ridicat (<i>non-investment grade</i>), precum și împrumuturi	53, 123
	Concentrare a investitorilor și a contrapartidelor	2.7	Concentrare a investitorilor	Pondere din valoarea activului net deținută de cei mai mari cinci investitori	118
		2.8	Concentrare a contrapartidelor	Expunerea netă totală la riscul de credit față de principalele cinci contrapartide (% VAN)	165
	3. RISC DE PROPAGARE DIRECTĂ LA NIVELUL INSTITUȚIILOR FINANCIARE	Legături prin intermediul investițiilor	3.1	Investiții în instituții financiare	Valoarea de piață curentă a investițiilor în acțiuni cotate și obligațiuni corporative emise de instituții financiare, ca % din VAN
3.2			Investiții în produse structurate și securitizate (% VAN)	Suma valorilor de piață curente ale expunerilor la titluri garantate cu active, titluri garantate cu ipoteci rezidențiale, titluri garantate cu ipoteci comerciale, titluri garantate cu active și ipoteci, efecte de comerț garantate cu active, titluri garantate cu instrumente de îndatorare, titluri garantate cu împrumuturi, certificate structurate, produse tranzacționate la bursă și altele, ca % din VAN	53, 123

		INDICATOR		DESCRIERE	Câmpuri de date pentru identificare în modelul de date DAFIA
		#	DENUMIRE		
Legături prin intermediul bazei de investitori	3.3	Bănci din baza de investitori (% VAN)	Legături directe cu instituțiile financiare în calitate de investitori	209	
	3.4	Asigurători din baza de investitori (% VAN)			
	3.5	Fonduri de pensii din baza de investitori (% VAN)			
	3.6	Fonduri de investiții din baza de investitori (% VAN)			
	3.7	Alte instituții financiare din baza de investitori (% VAN)			
4. RISC DE ÎNTRERUPERE LA NIVELUL INTERMEDIERII DIRECTE A CREDITULUI	4.1	Investiții în obligațiuni corporative (% VAN)	Suma valorilor de piață curente ale obligațiunilor corporative și ale obligațiunilor convertibile care nu sunt emise de instituții financiare (atât cu risc scăzut, cât și cu risc ridicat), ca % din VAN	53, 123	
	4.2	Investiții în obligațiuni corporative (% VAN)	Împrumuturi cu efect de levier și alte împrumuturi, ca % din VAN	53, 123	

Recomandarea E punctul 2 – Limitele macroprudențiale ale efectului de levier

ESMA poate ajuta ANC să operaționalizeze limitele efectului de levier oferind orientări privind opțiunile conceptuale, inclusiv o evaluare a eficacității și eficienței acestora. Directiva 2011/61/UE permite restricționarea efectului de levier în cazul în care acesta contribuie la „crearea de riscuri sistemice”, dar nu oferă orientări suplimentare referitoare la conceperea limitelor. ANC ar putea beneficia de orientările ESMA privind conceperea limitelor efectului de levier, iar ESMA s-ar putea baza pe Recomandarea CERS/2013/1 a Comitetului european pentru risc sistemic⁽¹⁾. CERS recomandă ca autoritățile să elaboreze instrumente macroprudențiale care să fie eficiente și eficiente în îndeplinirea obiectivelor lor de politică.

Limitele efectului de levier pentru FIA pot fi considerate eficiente atunci când abordează riscul de: (i) vânzare la prețuri de lichidare; (ii) propagare către contrapartidele financiare; și (iii) perturbare a intermediarii creditului. Prin soluționarea acestor deficiențe ale pieței, limitele efectului de levier sprijină stabilitatea financiară. În ceea ce privește obiectivele intermediare ale CERS, limitele efectului de levier vizează „riscul unui nivel excesiv al efectului de levier”⁽²⁾. Efectul de levier la nivel de sistem este excesiv atunci când determină o predispoziție a economiilor la crize financiare costisitoare.

Pentru ca limitele efectului de levier să fie eficiente, instrumentul ar trebui să fie simplu, iar consecințele neintenționate ar trebui să fie limitate. Autoritățile ar trebui să aleagă limite care sunt ușor de calibrat și de pus în aplicare, promovând transparența și evitând lipsa de acțiune. În plus, consecințele neintenționate ar trebui să fie limitate, iar limitele efectului de levier ar trebui să fie robuste față de tacticile strategice și arbitrajul la care ar putea recurge participanții pe piață. Limitele efectului de levier ar trebui să fie, de asemenea, proporționale cu riscul sistemic creat de utilizarea, de către fondul de investiții, a efectului de levier, pentru a asigura că sectorul este în continuare în măsură să ofere economiei servicii valoroase. De exemplu, fondurile de investiții ar trebui să poată încă utiliza strategii diverse și active care ar putea acționa ca amortizoare ale șocurilor în perioadele caracterizate de tensiuni pe piațe. Atunci când se evaluează dacă sunt necesare limite ale efectului de levier și tipurile de limite care ar fi proporționale cu riscurile sistemice, autoritățile ar trebui să efectueze o analiză a riscurilor pe baza datelor colectate în conformitate cu Directiva 2011/61/UE și a indicatorilor de risc dintr-un cadru comun de evaluare a riscurilor (a cărui elaborare a fost sugerată de ESMA în Recomandarea E punctul 1).

Pentru informarea ESMA, tabelul 5 oferă un exemplu al unui cadru de evaluare a mai multor opțiuni conceptuale pentru limitele efectului de levier din perspectiva eficacității și a eficienței. De exemplu, tabelul evaluează trei opțiuni conceptuale pentru limitele constante ale efectului de levier și ia în considerare limitele ciclice. Aceste exemple nu reprezintă un set complet de opțiuni, iar evaluarea de mai jos ar trebui înțeleasă ca un exemplu al modului în care cadrul ar putea fi utilizat pentru evaluarea diferitelor opțiuni conceptuale.

O limită cu aplicabilitate generală ar putea fi ușor de implementat, dar ar putea avea consecințe neintenționate majore. O astfel de limită ar putea fi eficace pentru limitarea riscurilor sistemice legate de efectul de levier în cazul în care este obligatorie pentru o mare parte din sectorul fondurilor de investiții. Totuși, această abordare ar putea avea consecința neintenționată a transformării anumitor modele de afaceri în modele de afaceri neviabile, ceea ce ar putea avea un impact negativ sever asupra lichidității diferitelor produse pe piața financiară mondială. În plus, o limită cu aplicabilitate generală restrictivă ar putea reduce semnificativ capacitatea sectorului de a absorbi șocurile de pe piață în măsura în care administratorii de fonduri investesc activ și acționează în sens contrar tendințelor de pe piață. În cele din urmă, dat fiind faptul că aceste limite ale efectului de levier ar putea limita considerabil activitățile sectorului fondurilor de investiții, există riscul ca activitățile să fie transferate către alte părți, mai puțin reglementate, ale sectorului financiar.

Limitele efectului de levier bazate pe tipul și/sau profilul fondului de investiții pot constitui un instrument util pentru ANC pe termen scurt și mediu. Diferențierea între limitele efectului de levier pe baza tipului și/sau profilului fondului de investiții ar permite autorităților să vizeze în mod eficace acele fonduri de investiții care contribuie în cea mai mare măsură la riscul sistemic, soluționând astfel vulnerabilitățile structurale ale sectorului. Mai multe opțiuni ar putea fi luate în considerare pentru diferențierea în funcție de profilul fondului de investiții. De exemplu, autoritățile care urmăresc să contracareze riscul de vânzări la prețuri de lichidare ar putea avea în vedere impunerea unor limite pentru fondurile de investiții care oferă răsumpărări pe termen scurt sau care investesc în active mai puțin lichide. Un alt exemplu: autoritățile care sunt preocupate de contagiune ar putea lua în considerare impunerea unor limite ale efectului de levier în cazul fondurilor de investiții care au expuneri mari sau concentrate la alte instituții financiare. ESMA ar putea veni în ajutorul autorităților punând la dispoziție orientări referitoare la profilul fondurilor de investiții în scopul

⁽¹⁾ Recomandarea CERS/2013/1 a Comitetului european pentru risc sistemic din 4 aprilie 2013 privind obiectivele intermediare și instrumentele politicii macroprudențiale (JO C 170, 15.6.2013, p. 1).

⁽²⁾ A se vedea, de exemplu, Recomandarea CERS/2013/1 pentru o prezentare generală a obiectivelor intermediare și o cartografiere a instrumentelor macroprudențiale existente și potențiale.

evaluării riscului legat de efectul de levier și al implementării limitelor macroprudențiale ale efectului de levier. De asemenea, autoritățile ar putea ține cont de diferențele nivelurilor generale ale efectului de levier prin diferențierea limitelor pentru fiecare tip de fond de investiții. Un dezavantaj al acestei opțiuni constă în faptul că fondurile de investiții ar putea încerca să manipuleze limitele vizând să obțină o clasificare mai favorabilă a fondului de investiții ⁽¹⁾. Impunerea de criterii pentru clasificarea FIA pe tipuri de fonduri de investiții ar putea fi, prin urmare, justificată.

Tabelul 5

Cadru potențial de evaluare a opțiunilor conceptuale pentru limitele efectului de levier din perspectiva eficacității și a eficienței

	Opțiuni conceptuale pentru limitele efectului de levier	Limite constante ale efectului de levier			Limite ciclice
		1	2	3	
		O limită cu aplicabilitate generală	Limite în funcție de tipul de fond	Limite în funcție de profilul fondului	
Eficacitate	Vânzări la prețuri de lichidare	Eficace în limitarea tuturor situațiilor de dificultate de pe piață în cazul în care limita este obligatorie pentru un procent semnificativ de fonduri care utilizează efectul de levier	Eficace în limitarea tuturor situațiilor de dificultate de pe piață în cazul în care limitele sunt obligatorii pentru un procent semnificativ de fonduri care utilizează efectul de levier	Eficace atunci când vizează fonduri care utilizează efectul de levier și care au portofolii relativ nelichide și/sau termene scurte de răscumpărare	Opțiunile conceptuale 1-3 pot fi aplicate într-un mod variabil în timp. Opțiunile conceptuale ar avea același efect, dar limitele ciclice ale efectului de levier ar fi mai adecvate pentru limitarea creării de riscuri în perioadele de expansiune a ciclului financiar și a materializării riscurilor în perioadele de declin al acestuia
	Externalitate generată de contrapartidă și de interconectare			Eficace atunci când vizează fondurile care utilizează efectul de levier și care au legături directe solide cu instituțiile financiare	
	Intermedierea excesivă a creditului			Eficace atunci când vizează fondurile care utilizează efectul de levier și care investesc în obligațiuni corporative și împrumuturi	
Eficiență	Proporționalitate	O limită inferioară ar putea face ca tipurile de fonduri (de exemplu, fondurile cu capital de risc) să nu fie viabile, iar o limită superioară nu va reuși să împiedice acumularea generală de efecte de levier	Limitele vizează tipurile de fonduri cu un efect de levier relativ ridicat (de exemplu, fonduri cu capital de risc), dar nu diferențiază între profilurile de risc din cadrul unui tip de fond	Limitele vizează diferite profiluri de risc ale fondurilor generale la nivelul tipurilor de fonduri	Proporționalitatea ar depinde de opțiunea conceptuală aleasă

⁽¹⁾ În conformitate cu Directiva 2011/61/UE, administratorii de fonduri pot alege tipul de fond.

	Opțiuni conceptuale pentru limitele efectului de levier	Limite constante ale efectului de levier			Limite ciclice
		1	2	3	
		O limită cu aplicabilitate generală	Limite în funcție de tipul de fond	Limite în funcție de profilul fondului	
	Robustă în cazul tacticilor strategice și al arbitrajului	Nu lasă loc tacticilor strategice și arbitrajului	Există unele posibilități de aplicare a unor tactici strategice și a arbitrajului, întrucât fondurile mixte ar putea încerca să obțină o clasificare mai favorabilă a fondului	Oportunitățile de aplicare a unor tactici strategice și a arbitrajului sunt improbabile pentru un număr redus de profiluri strict definite	Posibilitatea aplicării unor tactici strategice și a arbitrajului ar depinde de opțiunea conceptuală aleasă
	Complexitatea calibrării	Cea mai simplă opțiune conceptuală	Relativ simplă cu un număr mic de tipuri de fonduri strict definite	Relativ simplă cu un număr mic de profiluri de fonduri strict definite	Necesită un indicator al ciclului efectului de levier și o măsură a contribuției fondurilor, ceea ce sporește complexitatea calibrării

Sursa: Tabelul 4.1 din Van der Veer et al. (2017).

Pe termen mai lung, efectul de levier ciclic ar putea fi, de asemenea, explorat. Autoritățile pot lua, de asemenea, în considerare aplicarea unei anumite opțiuni conceptuale pentru limitele efectului de levier (de exemplu, o limită cu aplicabilitate generală, o limită în funcție de tipul de fond sau o limită în funcție de profilul fondului) într-un mod ciclic. Comparativ cu limitele constante ale efectului de levier, limitele ciclice ar fi mai adecvate pentru diminuarea creării și materializării riscurilor în fazele de expansiune și, respectiv, de declin ale ciclului financiar. Pe termen scurt și mediu, o abordare ciclică nu ar fi fezabilă însă, deoarece ar necesita o metodă de măsurare pentru ciclul financiar și un indicator pentru contribuția fondului, ceea ce ar spori complexitatea acestei măsuri. Adoptând abordarea utilizată și pentru limitele efectului de levier în temeiul Basel III, pe termen scurt accentul ar putea fi pus pe menținerea unor limite constante. Aplicarea unor limite ciclice ar putea fi explorată după ce autoritățile vor fi dobândit mai multă experiență în ceea ce privește utilizarea limitelor constante.

Limitele efectului de levier ar trebui să se bazeze pe metodele de măsurare a efectului de levier prevăzute în Directiva 2011/61/UE pentru a consolida aplicarea consecventă și transparența, precum și pentru a evita arbitrajul de reglementare. Utilizarea metodelor comune de măsurare a efectului de levier ajută autoritățile să obțină o aplicare consecventă a limitelor efectului de levier în Europa și consolidează totodată transparența măsurii de politică și facilitarea în implementare. În plus, utilizarea metodelor comune de măsurare contribuie la limitarea arbitrajului de reglementare la care pot recurge administratorii de fonduri. Având în vedere complexitățile implicate de măsurarea efectului de levier, autoritățile ar trebui, în mod ideal, să se bazeze pe conceptele și metodele de măsurare existente utilizate pentru raportarea efectului de levier în conformitate cu Directiva 2011/61/UE.

O analiză periodică a limitelor efectului de levier va conduce la: (i) îmbunătățiri bazate pe experiență; și (ii) alinierea la standardele internaționale. S-ar putea susține că metodele de măsurare a efectului de levier prevăzute în Directiva 2011/61/UE nu sunt, în prezent, definite perfect sau că, în cele din urmă, nu vor mai fi aliniate la standardele internaționale (precum cele elaborate de IOSCO). Totuși, un mare avantaj al utilizării metodelor de măsurare a efectului de levier prevăzute în Directiva 2011/61/UE constă în faptul că viitoarele optimizări potențiale la nivelul măsurării efectului de levier sunt luate în considerare automat și consecvent în cazul în care este instituit un proces de revizuire periodică. Acesta din urmă ar asigura, de asemenea, consecvența cu standardele internaționale (CSF, IOSCO). O revizuire periodică a limitei efectului de levier ar fi în concordanță cu Recomandarea CERS/2013/1⁽¹⁾.

Orientările privind criteriile de aplicare a limitelor efectului de levier ajută ANC în operaționalizarea limitelor efectului de levier. Orientările clare consolidează aplicarea consecventă în Europa și diminuează lipsa de acțiune.

⁽¹⁾ A se vedea, de exemplu, Recomandarea D din CERS/2013/1.

ESMA ar putea ajuta autoritățile să operaționalizeze limitele efectului de levier furnizând orientări referitoare la modul în care autoritățile ar trebui să echilibreze măsurile bazate pe norme și implementarea discreționară a măsurilor. Ar trebui să se stabilească un echilibru între facilitatea implementării măsurilor bazate pe norme și flexibilitatea exercitării puterii discreționare.

Recomandarea E punctul 3 – Procedura de notificare

ESMA ar trebui să elaboreze o procedură clară de notificare pentru deciziile adoptate de ANC în conformitate cu articolul 25 din DAFIA. O astfel de procedură de notificare armonizată permite ANC să informeze ESMA într-un mod eficient. De asemenea, aceasta permite ESMA și CERS să analizeze aceste notificări într-un mod eficace și eficient.

Recomandarea E punctul 4 – Analiza comparativă

Pentru a promova în continuare un nivel solid, eficace și consecvent de reglementare și supraveghere, se recomandă ca ESMA să analizeze comparativ modul în care ANC își exercită competențele de care dispun în temeiul articolului 25 alineatul (3) din Directiva 2011/61/UE. Această analiză comparativă ar putea, de exemplu, să ofere o indicație a circumstanțelor în care competențele au fost exercitate și a cerințelor impuse pentru soluționarea diferitelor situații. Aceasta poate contribui la identificarea celor mai bune practici. De asemenea, ESMA ar trebui să asigure discutarea rezultatelor acestei analize comparative în rândul membrilor săi și să partajeze informațiile privind măsurile ANC cu autoritățile macroprudențiale naționale și cu CERS.

Deși nu sunt obligatorii, rezultatele exercițiilor de analiză comparativă pot fi utilizate de ANC pentru consolidarea propriilor practici. De exemplu, au fost efectuate exerciții de analiză comparativă cu privire la evaluarea de către ANC a abordărilor interne utilizate pentru calcularea cerințelor de fonduri proprii de către bănci⁽¹⁾ și a scenariilor incluse în planurile de redresare în conformitate cu Directiva 2014/59/UE a Parlamentului European și a Consiliului⁽²⁾,⁽³⁾. Aceste exerciții ilustrează utilitatea analizei pentru compararea practicilor de supraveghere, care promovează convergența acestora și asigură un proces decizional optimizat la nivelul ANC, menținând totodată marjele de apreciere în materie de supraveghere. Această analiză comparativă ar putea, de asemenea, să aducă o contribuție la actele delegate ale Comisiei în conformitate cu articolul 25 alineatul (9) din Directiva 2011/61/UE (principiile care stabilesc situațiile în care ANC utilizează competențele prevăzute la articolul 25 alineatul (3), luând în considerare diversele strategii ale FIA, diferitele condiții de piață în care funcționează FIA și posibilele efecte prociclice ale aplicării dispozițiilor respective).

II.5.2. Efecte neintenționate

Există un compromis între nivelul de armonizare și competențele discreționare de care dispun autoritățile naționale competente. Întrucât scopul prezentei recomandări este de a promova o abordare armonizată a operaționalizării articolului 25, unele limitări ale competențelor discreționare ale ANC sunt implicite. Într-adevăr, competența ESMA de a emite orientări vizează promovarea convergenței în materie de supraveghere. Totuși, un efect extrem ar putea consta în faptul că orientarea ESMA privind cadrul de evaluare a riscurilor și conceperea, calibrarea și implementarea limitelor macroprudențiale ale efectului de levier ar putea crea bariere neintenționate în calea exercitării de către ANC a competențelor lor discreționare în ceea ce privește implementarea limitelor macroprudențiale ale efectului de levier pentru FIA administrate de administratorii de fonduri din jurisdicția lor.

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

(2) Directiva 2014/59/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 mai 2014 de instituire a unui cadru pentru redresarea și rezoluția instituțiilor de credit și a firmelor de investiții și de modificare a Directivei 82/891/CEE a Consiliului și a Directivelor 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE și 2013/36/UE ale Parlamentului European și ale Consiliului, precum și a Regulamentelor (UE) nr. 1093/2010 și (UE) nr. 648/2012 ale Parlamentului European și ale Consiliului (JO L 173, 12.6.2014, p. 190).

(3) A se vedea raportul la adresa <https://www.eba.europa.eu/-/eba-benchmarks-approaches-on-scenarios-in-recovery-plans>

Referințe

Asociația europeană a administratorilor de fonduri și de active (2017), *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017*, decembrie.

Autoritatea bancară europeană (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, raport, disponibil la <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

Autoritatea bancară europeană (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, raport, decembrie, disponibil la <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe (2014), Ghid privind obligațiile de raportare în conformitate cu articolul 3 alineatul (3) litera (d) și articolul 24 alineatele (1), (2) și (4) din AFIA, (ESMA/2014/869RO), august.

Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, nr. 2.

Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, ESMA/2016/596 Aviz, aprilie, disponibil la https://www.ESMA.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf

Banca Centrală Europeană (2016), *Financial Stability Review*, mai.

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

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, ediția nr. 39, iulie, p. 8.

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

Bengtsson, E. (2016), „Investment funds, shadow banking and systemic risk”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 24, ediția: 1, p. 60-73.

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

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

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

Comisia pentru valori mobiliare și burse de valori din Statele Unite (2016), Programe de gestionare a riscurilor de lichiditate pentru societățile de investiții, 17 CFR Părțile 210, 270, 274, edițiile nr. 33-10233, IC-32315, Dosar nr. S7-16-15 RIN 3235-AL61, disponibil la <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>

Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare (2010), „Ghidul CESR privind măsurarea riscului și calculul expunerii globale și al riscului de contraparte pentru OPCVM-uri”, *Sinteza reacțiilor*, iulie.

Comitetul european pentru risc sistemic (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, nr. 1, iulie.

Comitetul european pentru risc sistemic (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, nr. 2, mai.

Consiliul pentru Stabilitate Financiară (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, ianuarie.

Consiliul de supraveghere a stabilității financiare (2016), *Update on Review of Asset Management Products and Activities*, aprilie.

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, discurs susținut în cadrul Conferinței comune organizate de Comisia Europeană și Banca Centrală Europeană pe tema integrării și stabilității financiare europene, Frankfurt pe Main, Germania, aprilie.

Directiva 2007/16/CE a Comisiei din 19 martie 2007 privind punerea în aplicare a Directivei 85/611/CEE a Consiliului privind coordonarea actelor cu putere de lege și a actelor administrative privind anumite organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM), în ceea ce privește clarificarea anumitor definiții (JO L 79, 20.3.2007, p. 11).

Directiva 2010/43/UE a Comisiei din 1 iulie 2010 de punere în aplicare a Directivei 2009/65/CE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește cerințele organizatorice, conflictele de interese, regulile de conduită, administrarea riscului și conținutul acordului dintre depozitar și societatea de administrare (JO L 176, 10.7.2010, p. 42).

Directiva 2009/65/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 13 iulie 2009 de coordonare a actelor cu putere de lege și a actelor administrative privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) (JO L 302, 17.11.2009, p. 32).

Directiva 2011/61/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 8 iunie 2011 privind administratorii fondurilor de investiții alternative și de modificare a Directivelor 2003/41/CE și 2009/65/CE și a Regulamentelor (CE) nr. 1060/2009 și (UE) nr. 1095/2010 (JO L 174, 1.7.2011, p. 1).

Directiva 2014/59/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 mai 2014 de instituire a unui cadru pentru redresarea și rezoluția instituțiilor de credit și a firmelor de investiții și de modificare a Directivei 82/891/CEE a Consiliului și a Directivelor 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE și 2013/36/UE ale Parlamentului European și ale Consiliului, precum și a Regulamentelor (UE) nr. 1093/2010 și (UE) nr. 648/2012 ale Parlamentului European și ale Consiliului (JO L 173, 12.6.2014, p. 190).

Directiva 2014/65/E a Parlamentului European și a Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE (JO L 173, 12.6.2014, p. 349).

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

Financial Conduct Authority (2017), *Illiquid assets and open-ended investment funds*, Document de dezbatere (DP 17/1), februarie.

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

Lehecka, G. și Ubl, E. (2015), „Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer”, Raportul OeNB privind stabilitatea financiară, nr. 30, decembrie.

Maijoor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, discurs susținut în cadrul workshopului privind activitățile bancare paralele organizat de CERS, Frankfurt pe Main, Germania, mai.

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

Organizația Internațională a Comisiilor de Valori Mobiliare (2015), *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members*. Raport final, FR28/2015, decembrie.

Organizația Internațională a Comisiilor de Valori Mobiliare (2017), *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, Raport de consultare, CR05/2017, iulie.

Recomandarea CERS/2012/1 a Comitetului european pentru risc sistemic din 20 decembrie 2012 privind fondurile de piață monetară (JO C 146, 25.5.2013, p. 1).

Recomandarea CERS/2013/1 a Comitetului european pentru risc sistemic din 4 aprilie 2013 privind obiectivele intermediare și instrumentele politicii macroprudențiale (JO C 170, 15.6.2013, p. 1).

Recomandarea CERS/2014/1 a Comitetului european pentru risc sistemic din 18 iunie 2014 cu privire la orientări privind stabilirea ratelor amortizoarelor anticiclice de capital (JO C 293, 2.9.2014, p. 1).

Regulamentul (CE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului din 4 iulie 2012 privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărțile centrale și registrele centrale de tranzacții (JO L 201, 27.7.2012, p. 1).

Regulamentul (CE) nr. 575/2013 al Parlamentului European și al Consiliului din 26 iunie 2013 privind cerințele prudențiale pentru instituțiile de credit și societățile de investiții și de modificare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012 (JO L 176, 27.6.2013, p. 1).

Regulamentul delegat (UE) nr. 231/2013 al Comisiei din 19 decembrie 2012 de completare a Directivei 2011/61/UE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește derogările, condițiile generale de operare, depozitarii, efectul de levier, transparența și supravegherea (JO L 83, 22.3.2013, p. 1).

Regulamentul (UE) nr. 1073/2013 al Băncii Centrale Europene din 18 octombrie 2013 privind statisticile referitoare la activele și pasivele fondurilor de investiții (BCE/2013/38) (JO L 297, 7.11.2013, p. 73).

Regulamentul (UE) nr. 909/2014 al Parlamentului European și al Consiliului din 23 iulie 2014 privind îmbunătățirea decontării titlurilor de valoare în Uniunea Europeană și privind depozitarii centrali de titluri de valoare și de modificare a Directivelor 98/26/CE și 2014/65/UE și a Regulamentului (UE) nr. 236/2012 (JO L 257, 28.8.2014, p. 1). Regulamentul (UE) 2015/760 al Parlamentului European și al Consiliului din 29 aprilie 2015 privind fondurile europene de investiții pe termen lung (JO L 123, 19.5.2015, p. 98).

Regulamentul (UE) 2017/1131 al Parlamentului European și al Consiliului din 14 iunie 2017 privind fondurile de piață monetară (JO L 169, 30.6.2017, p. 8).

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

Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. și 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, Occasional Paper Series*, material elaborat în comun de BCE și DNB.

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, discurs susținut în cadrul conferinței *DealBook Opportunities for Tomorrow* organizată de New York Times la One World Trade Center, New York, N.Y., decembrie.

Apendice

Tabelul A1

Disponibilitatea instrumentelor de administrare a lichidităților în state membre ale Uniunii (Sursa: ESMA)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	ES	FI	FR	GR	HR	HU	IE	IS	IT	LI	LT	LU	LV	MT	NL	NO	PT	RO	SE	SI	SK	UK	
Limite	NU	NU	NU	DA	NU	NU	NU	DA	DA	NU	DA	NU	NU	NU	DA	NU	DA	DA	NU	DA	NU	DA	DA	DA	DA	DA	NU	NU	DA	DA	
Conturi pentru active nelichide (<i>side pockets</i>)	DA	NU	NU	DA	NU	NU	NU	DA	DA	NU	DA	NU	NU	NU	DA	NU	DA	DA	NU	DA	NU	DA	DA	DA	NU	NU	NU	DA	NU	NU	
Taxă anti-diluție	NU	NU	NU	DA	NU	NU	NU	DA	NU	NU	DA	NU	NU	NU	DA	NU	DA	DA	NU	DA	NU	NU	DA	NU	DA	DA	NU	NU	NU	DA	
Taxe de răscumpărare	DA	NU	NU	DA	NU	DA	NU	DA	NU	DA	DA	NU	NU	NU	DA	NU	DA	DA	NU	DA	NU	NU	DA	NU	NU	NU	NU	NU	NU	DA	
Răscumpărare în natură	DA	NU	NU	DA	NU	DA	NU	DA	DA	DA	DA	NU	DA	NU	DA	NU	DA	DA	NU	DA	NU	DA	DA	NU	DA	NU	NU	DA	NU	DA	
Suspendarea răscumpărărilor	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA	
Deviere a prețurilor	DA	NU	NU	DA	NU	NU	NU	DA	NU	DA	DA	NU	NU	NU	DA	NU	NU	DA	NU	DA	NU	NU	DA	DA	NU	NU	NU	NU	NU	DA	
Împrumuturi pe termen scurt	DA	NU	DA	DA	DA	DA	NU	DA	DA	DA	DA	DA	NU	NU	DA	DA	DA	DA	NU	DA	NU	DA	DA	NU	DA	DA	NU	DA	DA	DA	
Amortizoare de lichiditate obligatorii	DA	NU	NU	NU	NU	NU	NU	NU	DA	NU	NU	NU	NU	NU	NU	NU	NU	NU	NU	NU	NU	NU	DA	NU	NU	NU	NU	NU	NU	DA	NU
Scrisori de însoțire	DA	NU	NU	NU	NU	NU	NU	DA	DA	NU	NU	NU	NU	NU	DA	NU	NU	DA	NU	DA	NU	DA	DA	NU	NU	NU	NU	NU	NU	DA	
Alte instrumente/măsurile	NU	NU	NU	NU	NU	DA	NU	NU	DA	NU	DA	NU	NU	NU	NU	NU	DA	NU	NU	DA	NU	NU	NU	NU	NU	NU	DA	NU	NU	NU	DA