

## I

(Resolucije, priporočila in mnenja)

## PRIPOROČILA

## EVROPSKI ODBOR ZA SISTEMSKA TVEGANJA

## PRIPOROČILO EVROPSKEGA ODBORA ZA SISTEMSKA TVEGANJA

z dne 7. decembra 2017

o likvidnostnem tveganju in tveganju finančnega vzvoda v investicijskih skladih

(ESRB/2017/6)

(2018/C 151/01)

SPLOŠNI ODBOR EVROPSKEGA ODBORA ZA SISTEMSKA TVEGANJA JE –

ob upoštevanju Pogodbe o delovanju Evropske unije,

ob upoštevanju Uredbe (EU) št. 1092/2010 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 24. novembra 2010 o makrobonitetnem nadzoru nad finančnim sistemom Evropske unije in ustanovitvi Evropskega odbora za sistemska tveganja <sup>(1)</sup> ter zlasti člena 3(2)(b), (d) in (f) in členov 16 do 18 Uredbe,

ob upoštevanju Sklepa ESRB/2011/1 Evropskega odbora za sistemska tveganja z dne 20. januarja 2011 o sprejetju Poslovnika Evropskega odbora za sistemska tveganja <sup>(2)</sup> in zlasti členov 18 do 20 Sklepa,

ob upoštevanju naslednjega:

- (1) Sektor investicijskih skladov se je v zadnjem desetletju v Uniji in na svetovni ravni močno povečal ter posledično investicijski skladi zdaj predstavljajo večji sestavni del trgov vrednostnih papirjev. Pričakuje se, da se bo vloga investicijskih skladov v finančnem posredništvu še naprej povečevala v okolju z nizkimi obrestnimi merami in bilančnimi omejitvami v bančnem sektorju v povezavi s spremembami, ki izhajajo iz razvoja unije kapitalskih trgov. Regulativni organi pozdravljajo ta razvoj, saj lahko raznolikost virov financiranja pripomore k večji učinkovitosti in odpornosti celotnega finančnega sistema.
- (2) Vendar pa obstajajo pomisleki, da bi se lahko zaradi povečanega obsega finančnega posredništva, ki ga opravljajo investicijski skladi, morebitna finančna kriza v prihodnosti še povečala. Neskladja med likvidnostjo sredstev odprtih investicijskih skladov in njihovimi profili izplačil lahko privedejo do prisilne prodaje, da bi se izpolnile zahteve za izplačila v zaostrenih razmerah na trgu. Taka prisilna prodaja bi lahko negativno vplivala na druge udeležence na finančnem trgu, ki imajo v lasti enaka ali tesno povezana sredstva. Poleg tega lahko finančni vzvod še poveča vpliv negativnih tržnih gibanj, saj ustvarja izpostavljenost, ki presega sredstva investicijskega sklada. Poleg takih kanalov za posredni prenos škodljivih vplivov lahko investicijski sklad razširi tveganja prek medsebojne povezanosti, npr. medsebojne povezanosti s svojimi vlagatelji, ki je neposredni kanal, prek katerega se lahko pretresi prenesejo na druge finančne institucije.
- (3) Investicijski skladi so tudi občutljivi na spremembe dinamike in strukture trga. Na primer, v okolju z nizkimi obrestnimi merami se lahko zaradi iskanja donosov poveča delež naložb v manj likvidna sredstva. Obstaja tveganje, da bi lahko pretresi na makro ravni, kot je obrat v premijah za tveganje, povzročili množične zahteve vlagateljev v investicijske sklade za izplačila. To bi bilo lahko še posebej izrazito v investicijskih skladih, ki imajo v svojih portfeljih velik delež sredstev z visokim finančnim vzvodom in manj likvidnih sredstev.

<sup>(1)</sup> UL L 331, 15.12.2010, str. 1.

<sup>(2)</sup> UL C 58, 24.2.2011, str. 4.

- (4) Poleg tega, če se to tveganje ne upravlja primerno, lahko nekateri vlagatelji izkoristijo „prednost prvega“, tj. vlagatelji, ki zahtevajo izplačila pred zaostritvijo razmer na trgu ali v zgodnjih fazah zaostrenih razmer na trgu, ne nosijo v celoti posledic takih zaostrenih razmer na trgu, s tem pa nošenje bremena prepustijo preostalim vlagateljem.
- (5) Sedanji zakonodajni okvir v Uniji vsebuje ukrepe, ki so namenjeni za zmanjševanje vplivov sektorja investicijskih skladov na povečanje finančne krize in za krepitev odpornosti investicijskih skladov. Zakonodajni okvir obsega direktivi 2009/65/ES<sup>(1)</sup> in 2011/61/EU<sup>(2)</sup> Evropskega parlamenta in Sveta.
- (6) Direktivi 2009/65/ES in 2011/61/EU vsebujeta zahteve za upravljanje likvidnosti. Alternativni investicijski skladi (AIS) morajo imeti politiko izplačil, ki je usklajena z likvidnostnim profilom njihove naložbene strategije, in redno izvajati stresne teste pod običajnimi in izjemnimi likvidnostnimi pogoji. Kolektivni naložbeni podjemi za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) morajo spoštovati podrobna pravila o primernosti, ki urejajo vrste sredstev, v katera lahko vlagajo, in izvajati stresne teste, kadar je to ustrezno.
- (7) Za obravnavanje s finančnim vzvodom povezanih sistemskih tveganj direktivi 2009/65/ES in 2011/61/EU sedaj zagotavljata pravno podlago za omejevanje nastajanja finančnega vzvoda v investicijskih skladih. Člen 51(3) Direktive 2009/65/ES določa omejitve vlaganja, ki se nanaša na omejitev izpostavljenosti KNPVP do izvedenih finančnih instrumentov, člen 83(2)(a) navedene direktive pa določa zgornjo mejo za začasna posojila v višini 10 %. Člen 25(3) Direktive 2011/61/EU omogoča pristojnim nacionalnim organom, da določijo omejitve finančnega vzvoda ali druge omejitve glede upravljanja AIS. Poleg tega člen 25(7) Direktive 2011/61/EU določa, da lahko Evropski organ za vrednostne papirje in trge (ESMA) določi, da finančni vzvod, ki ga uporablja upravitelj alternativnega investicijskega sklada (UAIS) ali skupina UAIS, znatno ogroža stabilnost in celovitost finančnega sistema, ter da lahko ESMA pristojnim nacionalnim organom izda mnenje, ki določa popravne ukrepe, ki jih je treba sprejeti, vključno z omejitvijo ravni finančnega vzvoda.
- (8) V vsej Uniji bi morali uporabljati dosledno visoke standarde v zvezi s sposobnostjo upraviteljev skladov za upravljanje tveganj, da bi zagotovili, da se bo z regulativnimi ukrepi zmanjšalo sistemsko tveganje. Obstajajo dokazi, da sedanji regulativni okvir zagotavlja učinkovito upravljanje tveganj s strani investicijskih skladov na mikrobonitetni ravni. Njegova učinkovitost z makrobonitetnega vidika pa je v veliki meri nepreizkušena. Namen tega priporočila je obravnavati sistemsko tveganja, povezana z likvidnostnim neskladjem in uporabo finančnega vzvoda v investicijskih skladih. S tem se bo izboljšal makrobonitetni okvir v Uniji, kakor se uporablja za sektor upravljanja sredstev.
- (9) Priporočilo A je namenjeno obravnavanju tveganj, ki lahko nastanejo, kadar upravitelji skladov nimajo vzpostavljenih ustreznih orodij za upravljanje likvidnosti, kot so provizije za izplačila, omejitve izplačil ali možnosti začasne prekinitve izplačil. Brez takih orodij bi lahko pritiski za izplačila ob zniževanju cen sredstev povzročili zaostritev likvidnostnih razmer na ravni celotnega sistema in dodatno spodbudili padanje cen sredstev, kar bi lahko privedlo do tveganj za finančno stabilnost. Če bi bil v vseh državah članicah na razpolago raznolik niz orodij za upravljanje likvidnosti, bi se povečala sposobnost upraviteljev skladov za spopadanje s pritiski za izplačila, ko se zaostrijo likvidnostne razmere na trgu. Poleg tega se priporočilo A zavzema za dodatno pojasnitev začasne prekinitve izplačil, ki jo odredijo pristojni nacionalni organi.
- (10) Priporočilo B je namenjeno ublažitvi in preprečitvi čezmernih likvidnostnih neskladij v odprtih AIS. Nekateri odprti AIS imajo velik delež naložb v inherentno manj likvidnih sredstvih. To vključuje investicijske sklade, ki vlagajo v nepremičnine, vrednostne papirje, ki ne kotirajo na borzi, posojila in druga alternativna sredstva. Taki investicijski skladi morajo pristojnim nacionalnim organom v postopku za odobritev in/ali po odobritvi dokazati, da so sposobni ohraniti naložbeno strategijo v zaostrenih razmerah na trgu.
- (11) Priporočilo C je namenjeno spodbujanju skladnosti praks za izvajanje likvidnostnih stresnih testov na ravni posameznih investicijskih skladov. Stresni testi so orodja, ki upravitelju sklada pomagajo ugotoviti morebitne slabosti naložbene strategije in pripraviti investicijski sklad na krizo. Če se stresni testi uporabljajo pravilno, kot orodje za

<sup>(1)</sup> Direktiva 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (UL L 302, 17.11.2009, str. 32).

<sup>(2)</sup> Direktiva 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 8. junija 2011 o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov in spremembah direktiv 2003/41/ES in 2009/65/ES ter uredb (ES) št. 1060/2009 in (EU) št. 1095/2010 (UL L 174, 1.7.2011, str. 1).

upravljanje tveganj in odločanje, bi morali zmanjšati likvidnostno tveganje na ravni posameznih investicijskih skladov in prispevati k znižanju likvidnostnega tveganja na ravni finančnega sistema. Napotki o praksah upraviteljev skladov za izvajanje likvidnostnih stresnih testov bodo po pričakovanih zmanjšali likvidnostno tveganje na ravni posameznih investicijskih skladov in na sistemski ravni, hkrati pa bodo povečali sposobnost subjektov, da upravljajo likvidnost v najboljšem interesu vlagateljev, vključno z izogibanjem presenečenjem in posledičnemu izrednemu ukrepanju v obdobjih nepričakovano obsežnih zahtev za izplačilo.

- (12) Priporočilo D je namenjeno vzpostavitvi usklajenega okvira za poročanje KNPVP v Uniji. Čeprav so v številnih jurisdikcijah v Uniji predpisane obveznosti poročanja za KNPVP, obstajajo velike razlike v pogostosti poročanja, obsegu KNPVP, za katere obveznosti veljajo, in podatkih, ki se poročajo. Ker ni usklajenega okvira za poročanje, ni mogoče spremljati in celovito oceniti, koliko bi lahko KNPVP prispevali k tveganjem za finančno stabilnost. Usklajen okvir za poročanje KNPVP bo tudi zmanjšal sedanjo stopnjo neučinkovitosti pri poročanju za pristojne nacionalne organe in panogo.
- (13) Priporočilo E je namenjeno lažjemu izvajanju člena 25 Direktive 2011/61/EU, ki določa makrobonitetno orodje za omejitve finančnega vzvoda v AIS. Pojasniti je treba, kako se to orodje uporablja, in sicer z oblikovanjem skupnega pristopa, ki bo zagotovil, da bodo lahko pristojni nacionalni organi orodje uporabljali usklajeno. Zato bi bilo treba oblikovati napotke o okviru za ocenjevanje tveganj finančnega vzvoda ter o oblikovanju, umerjanju in izvajanju omejitev finančnega vzvoda.
- (14) To priporočilo zagovarja sorazmeren okvir za upravljanje sistemskih tveganj, ki lahko nastanejo v sektorju investicijskih skladov ali jih lahko ta sektor širi, pri čemer se ohranjajo ključne značilnosti izplačil, ki privlačijo vlagatelje v odprte investicijske sklade in spodbujajo kolektivne naložbe.
- (15) To priporočilo upošteva sedanje mednarodne in evropske pobude o makrobonitetnih politikah za zmanjševanje tveganj zaradi likvidnostnih neskladij in finančnega vzvoda v investicijskih skladih ter zlasti delo Odbora za finančno stabilnost (FSB) in Mednarodne organizacije nadzornikov trgov vrednostnih papirjev (IOSCO). FSB je 12. januarja 2017 objavil priporočila za obravnavanje strukturnih ranljivosti zaradi dejavnosti upravljanja sredstev, ki nastanejo zaradi likvidnostnih neskladij in uporabe finančnega vzvoda v investicijskih skladih<sup>(1)</sup>. Da se dopolni delo FSB, je bilo organizaciji IOSCO zaupano, da izvede priporočila FSB. Ta postopek je trenutno v teku.
- (16) Da bi izvedli makrobonitetne elemente sedanjega regulativnega okvira za investicijske sklade in zagotovili skladno ravnanje pristojnih nacionalnih organov, je to priporočilo delno naslovljeno na organ ESMA v zvezi z njegovo spodbujevalno in usklajevalno vlogo.
- (17) Za preprečevanje drugih tveganj, ki jih povzročajo investicijski skladi, se priporoča, da Evropska Komisija predlaga dodatne zakonodajne ukrepe. Komisija je v načrt dela že uvrstila zakonodajne preglede na tem področju. Ti odpirajo možnosti za obravnavanje makrobonitetnih vprašanj iz priporočil.
- (18) Priporočila Evropskega odbora za sistemska tveganja (ESRB) se objavijo potem, ko je splošni odbor obvestil Svet Evropske unije o nameri, da jih objavi, in mu dal možnost, da se odzove –

SPREJEL NASLEDNJE PRIPOROČILO:

#### ODDELEK 1

#### PRIPOROČILA

##### **Priporočilo A – orodja za upravljanje likvidnosti za izplačila**

1. Komisiji se priporoča, naj predlaga, da se v zakonodajo Unije vnese skupni pravni okvir Unije, ki bo urejal vključitev dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti pri oblikovanju investicijskih skladov, ki se ustanovijo kjer koli v Uniji, tako, da bo lahko odločitev o tem, katera dodatna orodja za upravljanje likvidnosti vključiti v ustanovitvene dokumente investicijskih skladov ali druge predpogodbene informacije o investicijskih skladih, sprejel posamično vsak subjekt, odgovoren za upravljanje.

<sup>(1)</sup> Odbor za finančno stabilnost, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, januar 2017.

2. Komisiji se priporoča, naj predlaga, da se v zakonodajo Unije vključijo nadaljnje določbe, ki bodo opredeljevale vlogo pristojnih nacionalnih organov, kadar uporabljajo pooblastila za začasno prekinitev izplačil v primeru čezmejnih posledic za finančno stabilnost.
3. Komisiji se priporoča, naj predlaga, da se v zakonodaji Unije določi splošna spodbujevalna, svetovalna in usklajevalna vloga organa ESMA v zvezi s pooblastili pristojnih nacionalnih organov za začasno prekinitev izplačil v primeru čezmejnih posledic za finančno stabilnost v skladu s priporočilom A(2).

#### **Priporočilo B – dodatne določbe za zmanjšanje verjetnosti čezmernih likvidnostnih neskladij**

Komisiji se priporoča, naj predlaga, da se v zakonodajo Unije vključijo ukrepi, s katerimi se bo omejil obseg, v katerem lahko uporaba transformacije likvidnosti v odprtih AIS prispeva k nastanku sistemskih tveganj ali tveganj neurejenih trgov.

#### **Priporočilo C – stresni testi**

Za spodbujanje konvergence nadzora se organu ESMA priporoča, da oblikuje napotke o praksi za stresne teste likvidnostnega tveganja za posamezne AIS in KNPVP, ki jo morajo upoštevati upravitelji.

#### **Priporočilo D – poročanje KNPVP**

1. Komisiji se priporoča, naj predlaga, da se v zakonodaji Unije od KNPVP in družb za upravljanje KNPVP zahteva, da pristojnemu organu redno poročajo podatke, zlasti glede likvidnostnega tveganja in finančnega vzvoda, ter da te podatke predložijo ustreznemu pristojnemu nacionalnemu organu, kadar ta ni pristojni organ za namene poročanja KNPVP.
2. Komisiji se priporoča, naj predlaga, da podatke iz priporočila D(1) v okviru za poročanje vsaj četrtletno poroča z vidika finančne stabilnosti dovolj velik delež vseh KNPVP in družb za upravljanje KNPVP. Minimalno bi moral reprezentativen delež vseh KNPVP in družb za upravljanje KNPVP enkrat letno poročati zadosten podniz niza podatkov.
3. Komisiji se priporoča, naj predlaga, da dajo pristojni nacionalni organi podatke iz priporočila D(1) na voljo pristojnim nacionalnim organom drugih zadevnih držav članic, organu ESMA in ESRB.

#### **Priporočilo E – napotki v zvezi s členom 25 Direktive 2011/61/EU**

1. Organu ESMA se priporoča, da izda napotke o okviru za oceno obsega, v katerem lahko uporaba finančnega vzvoda v sektorju AIS prispeva k nastanku sistemskega tveganja v finančnem sistemu.
2. Organu ESMA se priporoča, da izda napotke o oblikovanju, umerjanju in izvajanju makrobonitetnih omejitev finančnega vzvoda.
3. Organu ESMA se priporoča, da izda napotke o tem, kako bi morali pristojni nacionalni organi obvestiti organ ESMA, ESRB in druge pristojne nacionalne organe o nameri za izvedbo makrobonitetnih ukrepov iz člena 25(3) Direktive 2011/61/EU.
4. Organu ESMA se priporoča, da informacije, ki jih prejme od pristojnih nacionalnih organov na podlagi člena 25(3) Direktive 2011/61/EU, uporabi za primerjalne analize ter izmenjavo znanja z nacionalnimi makrobonitetnimi organi in ESRB o praksah v zvezi z uporabo omejitev finančnega vzvoda in nalaganjem drugih omejitev glede upravljanja AIS.

### ODDELEK 2

#### IZVAJANJE

##### 1. Opredelitve pojmov

1. V tem priporočilu se uporabljajo naslednje opredelitve pojmov:

- (a) „dodatna orodja za upravljanje likvidnosti“ pomeni orodja, ki pomagajo odprtim AIS in KNPVP ter njihovim upraviteljem, da ves čas, zlasti pa v zaostrenih razmerah na trgu, primerno in učinkovito upravljajo zahteve za izplačila. Ta orodja bi morala zajemati naknadne ukrepe, kot so začasna prekinitev izplačil ali odložena izplačila (omejitve izplačil (*gates*)/podaljšljivi izplačilni roki), in preventivne ukrepe, kot je razdelitev stroškov trgovanja med vlagatelje, ki vlagajo/zahtevajo izplačila (mehanizem *swing pricing*/dajatve proti razvodenitvi (*anti-dilution levies*));

- (b) „alternativni investicijski skladi“ (AIS) pomeni kolektivne naložbene podjeme, kakor so opredeljeni v členu 4(1)(a) Direktive 2011/61/EU;
  - (c) „upravitelji alternativnih investicijskih skladov“ (UAIS) ima enak pomen kot v členu 4(1)(b) Direktive 2011/61/EU, ob upoštevanju izključitev iz člena 2(3) in izjem iz člena 3 navedene direktive;
  - (d) „UAIS za odprte AIS“ pomeni UAIS, ki spadajo v kategorijo UAIS za AIS odprtega tipa, opredeljeno v členu 1(2) Delegirane uredbe Komisije (EU) št. 694/2014<sup>(1)</sup>;
  - (e) „subjekt, odgovoren za upravljanje“ pomeni: (i) družbo za upravljanje, kakor je opredeljena v členu 2(1)(b) Direktive 2009/65/ES; (ii) KNPVP, ustanovljen kot investicijska družba, ki nima pooblaščen družbe za upravljanje, kakor je določeno v Direktivi 2009/65/ES; (iii) UAIS, kakor je določen v členu 4(1)(b) Direktive 2011/61/EU, in (iv) AIS z notranjim upravljanjem, ki je ustanovljen kot investicijska družba, ki nima pooblaščenega UAIS, kakor je navedeno v členu 5(1)(b) Direktive 2011/61/EU;
  - (f) „finančni vzvod“ pomeni vsako metodo, s katero investicijski sklad poveča svojo izpostavljenost nad višino sredstev sklada, in sicer prek izposojanja denarja ali vrednostnih papirjev, prek finančnega vzvoda, ki je vgrajen v pozicije izvedenih finančnih instrumentov, ali kako drugače;
  - (g) „pristojni nacionalni organ“ pomeni pristojni organ, kakor je opredeljen v členu 2(1)(h) Direktive 2009/65/ES ali v členu 4(1)(f) Direktive 2011/61/EU;
  - (h) „sistemsko tveganje“ ima enak pomen kot v členu 2(c) Uredbe (EU) št. 1092/2010;
  - (i) „kolektivni naložbeni podjem za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje“ (KNPVP) pomeni podjem, kakor je opredeljen v členu 1(2) Direktive 2009/65/ES, ki je dobil dovoljenje v skladu s členom 5 navedene direktive;
  - (j) „družba za upravljanje KNPVP“ ima enak pomen kot v členu 2(1)(b) Direktive 2009/65/ES.
2. Prilogi I in II sta sestavna dela tega priporočila. V primeru razhajanj med glavnim besedilom in prilogama prevlada glavno besedilo.

## 2. Merila za izvajanje

1. Za izvajanje tega priporočila se uporabljajo naslednja merila:
- (a) priporočilo zajema AIS, UAIS, KNPVP in družbe za upravljanje KNPVP;
  - (b) treba se je izogibati regulativni arbitraži;
  - (c) treba je upoštevati načelo sorazmernosti, ob upoštevanju cilja in vsebine posameznega priporočila;
  - (d) merila za skladnost s priporočilom, ki so določena v Prilogi I.
2. Naslovniki poročajo ESRB in Svetu o ukrepih, ki so jih sprejeli na podlagi tega priporočila, ali ustrezno utemeljijo vsako neukrepanje. Poročila morajo vsebovati najmanj:
- (a) informacije o vsebini in časovnem okviru sprejetih ukrepov, vključno z vsemi ukrepi, ki so bili sprejeti v razmerju do evropskih nadzornih organov, kjer je to primerno;
  - (b) oceno delovanja sprejetih ukrepov ob upoštevanju ciljev tega priporočila;
  - (c) podrobno utemeljitev za vsako neukrepanje ali odmik od tega priporočila, vključno z zamudami.

## 3. Časovni okvir za nadaljnje ukrepanje

Naslovniki poročajo ESRB in Svetu o ukrepih, ki so jih sprejeli na podlagi tega priporočila, ali ustrezno utemeljijo vsako neukrepanje v skladu z naslednjim časovnim okvirom:

### 1. Priporočilo A

Do 31. decembra 2020 Komisija predloži ESRB in Svetu poročilo o izvajanju priporočil A(1), A(2) in A(3).

<sup>(1)</sup> Delegirana uredba Komisije (EU) št. 694/2014 z dne 17. decembra 2013 o dopolnitvi Direktive 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z regulativnimi tehničnimi standardi, ki določajo vrste upraviteljev alternativnih investicijskih skladov (UL L 183, 24.6.2014, str. 18).

## 2. Priporočilo B

Do 31. decembra 2020 Komisija predloži ESRB in Svetu poročilo o izvajanju priporočila B.

## 3. Priporočilo C

Do 30. junija 2019 ESMA predloži ESRB in Svetu napotke iz priporočila C.

## 4. Priporočilo D

Do 31. decembra 2020 Komisija predloži ESRB in Svetu poročilo o izvajanju priporočil D(1), D(2) in D(3).

## 5. Priporočilo E

(a) Do 30. junija 2019 ESMA predloži ESRB in Svetu napotke iz priporočil E(1), E(2) in E(3);

(b) od 31. decembra 2019 ESMA vsaj enkrat letno predloži nacionalnim makrobonitetnim organom in ESRB informacije iz priporočila E(4).

## 4. Spremljanje in ocenjevanje

### 1. Sekretariat ESRB:

(a) nudi pomoč naslovníkom z zagotavljanjem koordiniranega poročanja in ustreznih predlog ter, kjer je potrebno, podrobnejšim določanjem postopka in časovnega okvira za nadaljnje ukrepanje;

(b) preverja nadaljnje ukrepanje naslovníkov in jim nudi pomoč, če zanjo zaprosijo, ter splošnemu odboru prek pravljalnega odbora predloži poročila o nadaljnem ukrepanju.

2. Splošni odbor oceni ukrepe in utemeljitve, ki jih sporočijo naslovníki, ter lahko, kjer je primerno, presodi, da to priporočilo ni bilo upoštevano in naslovník ni ustrezno utemeljil, zakaj ni ukrepal.

V Frankfurtu na Majni, 7. decembra 2017

*Vodja sekretariata ESRB v imenu splošnega odbora ESRB*

Francesco MAZZAFERRO

---

## PRILOGA I

## MERILA ZA SKLADNOST S PRIPOROČILI

**Priporočilo A**

Pri **priporočilu A** so določena naslednja merila skladnosti.

A(1) – razpoložljivost dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti

Zakonodaja Unije bi morala omogočiti, da bi bil na ravni Unije zakonito na razpolago širok nabor dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti, pri tem pa bi moralo biti jasno, da bi morali biti upravitelji sredstev primarno odgovorni za aktiviranje in izvajanje dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti in da nekatera orodja ne bodo primerna ali potrebna za vse vrste odprtih skladov. Dodatna orodja za upravljanje likvidnosti bi morala odprtim alternativnim investicijskim skladom (AIS) in kolektivnim naložbenim podjetjem za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) ter njihovim upraviteljem pomagati, da lahko vedno, zlasti pa v zaostrenih razmerah na trgu, primerno in učinkovito upravljajo zahteve za izplačila.

Spremembe ustrezne zakonodaje Unije, ki jih predlaga Komisija, bi morale vključevati obveznosti za:

- (a) upravitelje alternativnih investicijskih skladov (UAIS) za odprte AIS in družbe za upravljanje KNPVP, da ocenijo vsa razpoložljiva dodatna orodja za upravljanje likvidnosti in predvsem ocenijo, katera so primerna za naložbene strategije skladov, ki jih upravljajo, in bi jih bilo treba vključiti v njihove ustanovitvene dokumente ali druge predpogodbene informacije, da bi se izvajala v običajnih in zaostrenih razmerah na trgu in da bi se v zvezi z njimi zagotovila zadostna preglednost za vlagatelje;
- (b) UAIS za odprte AIS in družbe za upravljanje KNPVP, da v ustanovitvene dokumente ali druge predpogodbene informacije skladov, ki jih upravljajo, vključijo vsaj pooblastila za začasno prekinitvev izplačil, zlasti v zaostrenih razmerah na trgu;
- (c) UAIS za odprte AIS in družbe za upravljanje KNPVP, da zagotovijo potrebne operativne zmožnosti in načrte ravnanja v izrednih razmerah za pravočasno aktiviranje dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti, ki jih lahko uporabijo;
- (d) UAIS za odprte AIS in družbe za upravljanje KNPVP, da pristojnim nacionalnim organom poročajo o izvajanju in uporabi dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti v zaostrenih razmerah na trgu;
- (e) Evropski organ za vrednostne papirje in trge (ESMA), da po upoštevanju mnenja Evropskega odbora za sistemska tveganja (ESRB) v zvezi z makrobonitetnimi vprašanji oblikuje napotke o:
  - i. opredelitvah in značilnostih dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti;
  - ii. merilih za oceno ustreznosti iz točke A(1)(a);
  - iii. zahtevah glede preglednosti za dodatna orodja za upravljanje likvidnosti iz točke A(1)(a);
  - iv. splošnih načelih o tem, kako bi bilo treba dodatna orodja za upravljanje likvidnosti uvesti v proces upravljanja likvidnosti sklada;
  - v. tem, kako oceniti in obravnavati neželene posledice pri uporabi dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti;
  - vi. zahtevi za poročanje pristojnim nacionalnim organom iz točke A(1)(d) in
  - vii. stopnji preglednosti v razmerju do vlagateljev ob aktiviranju dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti in med njihovo uporabo.

Napotki bi morali upoštevati potrebne načrte ravnanja v izrednih razmerah, ki bi se morali uporabiti vnaprej, kakor se zahteva po točki A(1)(c), da se omogoči hitro in učinkovito aktiviranje takih dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti.

A(2) – nadaljnje določbe o začasni prekinitvi izplačil s čezmejnimi posledicami za finančno stabilnost, ki jo odredijo pristojni nacionalni organi

Spremembe zakonodaje Unije, ki jih predlaga Komisija, bi morale vključevati:

- (a) pojasnitev vlog pristojnih nacionalnih organov in sodelovanja med njimi v zvezi z začasno prekinitvijo izplačil za namene čezmejne finančne stabilnosti, kadar je AIS ali KNPVP ustanovljen v eni državi članici, njegov UAIS ali družba za upravljanje KNPVP pa v drugi državi članici, tj. čezmejne posledice;

- (b) obveznost pristojnih nacionalnih organov, da pred uporabo pooblastil za odreditev začasne prekinitve izplačil za namene čezmejnne finančne stabilnosti o tem obvestijo druge ustrezne pristojne nacionalne organe, organ ESMA in ESRB.

A(3) – nadaljnje določbe o vlogi organa ESMA v zvezi z začasno prekinitvijo izplačil s čezmejnimi posledicami za finančno stabilnost, ki jo odredijo pristojni nacionalni organi

Spremembe ustrezne zakonodaje Unije, ki jih predlaga Komisija, bi morale vključevati obveznost organa ESMA, da izpolni splošno spodbujevalno, svetovalno in usklajevalno vlogo v zvezi s pooblastili pristojnih nacionalnih organov za začasno prekinitvev izplačil v primeru čezmejnih posledic za finančno stabilnost.

### **Priporočilo B**

Pri **priporočilu B** so določena naslednja merila skladnosti.

Spremembe ustrezne zakonodaje Unije, ki jih predlaga Komisija, bi morale vključevati:

- (a) podelitev pooblastil organu ESMA, da pripravi in posodablja seznam inherentno manj likvidnih sredstev na podlagi lastne analize, potem ko upošteva mnenja ESRB glede makrobonitetnih vprašanj ter Evropskega bančnega organa in Evropskega organa za zavarovanja in poklicne pokojnine glede vprašanj medsektorske usklajenosti. Pri pripravljanju tega seznama mora ESMA upoštevati vsaj nepremičnine, vrednostne papirje, ki ne kotirajo na borzi, posojila in druga alternativna sredstva, za katere se zdi, da so inherentno manj likvidna. Pri analizi bi bilo treba med drugim upoštevati čas, ki bi bil potreben za likvidacijo teh sredstev v zaostrenih razmerah na trgu;
- (b) zahtevo za UAIS za AIS odprtega tipa, katerih cilj je obsežno vlaganje v sredstva na seznamu inherentno manj likvidnih sredstev iz točke B(a), da pristojnim nacionalnim organom dokažejo svojo sposobnost ohranjanja naložbene strategije v predvidljivih razmerah na trgu. Ocena bi morala med drugim zajeti prilagojene politike izplačil, izvajanje dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti in/ali notranje omejitve glede sredstev na seznamu inherentno manj likvidnih sredstev iz točke B(a). Če se uporabljajo take notranje omejitve, bi jih bilo treba razkriti pristojnim nacionalnim organom ob začetku delovanja zadevnih skladov in nato poročati o vsaki spremembi teh omejitev. Razkritje vlagateljem je prav tako treba izvajati v skladu z napotki, ki jih pripravi ESMA;
- (c) možnost, da se za UAIS za odprte AIS uvedejo prehodne določbe, ki določajo dovoljen čas za uskladitev z zakonodajo, kadar se sredstva dodajo na seznam inherentno manj likvidnih sredstev iz točke B(a) in kadar se kršijo notranje omejitve, če je to koristno, da se preprečijo neželeni, škodljivi učinki.

### **Priporočilo C**

Pri **priporočilu C** so določena naslednja merila skladnosti.

Smernice o likvidnostnih stresnih testih, ki jih izda ESMA, bi morale med drugim vključevati:

- (a) oblikovanje scenarijev likvidnostnih stresnih testov;
- (b) politiko likvidnostnih stresnih testov, vključno z notranjo uporabo rezultatov likvidnostnih stresnih testov;
- (c) dejavnike na strani sredstev in na strani obveznosti bilanc stanja investicijskih skladov in
- (d) čas in pogostost izvajanja likvidnostnih stresnih testov za posamezne sklade.

Ti napotki bi morali temeljiti na zahtevah za stresne teste, določenih v Direktivi 2011/61/EU, in na tem, kako udeleženci na trgu izvajajo stresne teste.

### **Priporočilo D**

Pri **priporočilu D** so določena naslednja merila skladnosti.

D(1) – obveznosti poročanja za KNPVP in družbe za upravljanje KNPVP

Spremembe ustrezne zakonodaje Unije, ki jih predlaga Komisija, bi morale vključevati obveznosti poročanja, ki obsegajo podatke, značilne za upravitelje, in podatke, značilne za sklade, ter hkrati upoštevajo posebnosti KNPVP. Poročani podatki bi morali omogočati zadostno spremljanje morebitnih ranljivosti, ki lahko prispevajo k sistemskim tveganjem, in bi morali zajemati vsaj:

- (a) vrednost upravljanjih sredstev za vse KNPVP, ki jih upravlja družba za upravljanje;
- (b) instrumente, s katerimi se trguje, in posamezne izpostavljenosti;



- (c) naložbeno strategijo;
- (d) celotno izpostavljenost/finančni vzvod;
- (e) stresne teste;
- (f) tehnike učinkovitega upravljanja portfelja;
- (g) tveganje nasprotne stranke/zavarovanje;
- (h) likvidnostno tveganje;
- (i) kreditno tveganje in
- (j) obseg trgovanja.

Komisija bi morala predlagati, kjer je primerno, uskladitev vseh zahtev za poročanje investicijskih skladov in njihovih upraviteljev, zlasti uskladitev med priporočenim poročanjem KNPVP in že izvedenimi ukrepi za poročanje po Direktivi 2011/61/EU. V tej zvezi bi morala Komisija upoštevati tudi zahteve za poročanje iz Uredbe (EU) 2017/1131 Evropskega parlamenta in Sveta <sup>(1)</sup>. Taka uskladitev bi morala omogočiti uporabo obstoječih platform za poročanje, izkoristiti sinergije in preprečiti neupravičeno breme poročanja za upravitelje sredstev.

Spremembe zakonodaje Unije, ki jih predlaga Komisija, bi morale vključevati tudi določbo, da mora upravitelj KNPVP, kadar njegov pristojni nacionalni organ ni isti kot pristojni nacionalni organ samega KNPVP, poročane informacije na zahtevo predložiti tudi pristojnemu nacionalnemu organu KNPVP.

D(2) – pogostost in obseg obveznosti poročanja za KNPVP in družbe za upravljanje KNPVP

Spremembe zakonodaje Unije, ki jih predlaga Komisija, bi morale vključevati naslednje zahteve:

- (a) podatki iz priporočila D(1) se poročajo najmanj četrtletno, da se omogoči učinkovito spremljanje tveganj za finančno stabilnost ob hkratnem upoštevanju vidikov sorazmernosti v zvezi s subjekti, ki morajo poročati;
- (b) pri določanju obsega poročanja bi bilo treba upoštevati skupna sredstva, ki jih upravljajo družbe za upravljanje, in sredstva, ki jih upravljajo posamezni skladi KNPVP, ter s tem zagotoviti, da bo poročanje zajelo zadosten del panoge, da bo mogoče obravnavati tveganja za finančno stabilnost.

D(3) – usklajeno poročanje in izmenjava informacij

Spremembe zakonodaje Unije, ki jih predlaga Komisija, bi morale vključevati obveznost, da se informacije iz priporočila D(1) dajo na voljo pristojnim nacionalnim organom drugih ustreznih držav članic, organu ESMA in ESRB, da se zagotovi usklajenost poročanja podatkov KNPVP s prakso izmenjave podatkov po Direktivi 2011/61/EU. V tej zvezi bi morala Komisija upoštevati tudi zahteve za poročanje iz Uredbe (EU) 2017/1131.

### **Priporočilo E**

Pri **priporočilu E** so določena naslednja merila skladnosti.

E(1) – ocena s finančnim vzvodom povezanega sistemskega tveganja

Napotki, ki jih izda ESMA, bi morali vključevati:

- (a) skupen minimalen niz kazalnikov, ki jih morajo pristojni nacionalni organi upoštevati med ocenjevanjem;
- (b) navodila za izračun kazalnikov iz točke E(1)(a) na podlagi podatkov, ki se poročajo po členu 24 Direktive 2011/61/EU, in
- (c) kvalitativne in, kjer je to mogoče, kvantitativne opise razlage kazalnikov v kontekstu ocenjevalnega okvira.

<sup>(1)</sup> Uredba (EU) 2017/1131 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2017 o skladih denarnega trga (UL L 169, 30.6.2017, str. 8).

Skupni niz kazalnikov iz točke E(1)(a) bi moral:

- (1) olajšati oceno ravni, vira in različnih vrst uporabe finančnega vzvoda;
- (2) olajšati oceno glavnih kanalov, prek katerih se lahko uresniči sistemsko tveganje, npr. prisilna prodaja, neposredno prelitje posledic na finančne institucije in prekinitve v kreditnem posredništvu, in
- (3) biti uporaben in zadosten za to, da lahko pristojni nacionalni organi organ ESMA v povezavi z njegovim nasvetom iz člena 25(6) Direktive 2011/61/EU in načeli iz člena 112 Delegirane uredbe Komisije (EU) 231/2013 <sup>(1)</sup> obvestijo o tem, ali so bili izpolnjeni pogoji za uvedbo omejitev finančnega vzvoda ali drugih omejitev glede upravljanja AIS.

E(2) – makrobonitetne omejitve finančnega vzvoda

Napotki, ki jih izda ESMA, bi morali vključevati:

- (a) opis različnih vrst omejitev finančnega vzvoda, vključno z ovrednotenjem njihove uspešnosti in učinkovitosti za ublažitev čezmernega finančnega vzvoda;
- (b) niz načel, ki jih morajo pristojni nacionalni organi upoštevati pri umerjanju omejitev finančnega vzvoda. Ta načela bi morala obsegati najmanj: (i) izjavo, ki zagotavlja, da omejitve finančnega vzvoda temeljijo na ukrepih v zvezi s finančnim vzvodom, določenih v Direktivi 2011/61/EU, (ii) merila za uporabo omejitev finančnega vzvoda in (iii) načela glede rednih pregledov omejitev finančnega vzvoda;
- (c) niz načel, ki jih morajo pristojni nacionalni organi upoštevati pri odločanju o odreditvi omejitev finančnega vzvoda in ki zajemajo najmanj: (i) načela za uravnotežen pristop med določanjem omejitev na podlagi pravil in diskrecijskim določanjem omejitev; (ii) načela glede razmerja z drugimi ukrepi politike; (iii) načela za usklajevanje med organi Unije.

E(3) – postopek uradnega obveščanja

Napotki, ki jih izda ESMA, bi morali pristojnim nacionalnim organom omogočiti, da uradno obvestijo organ ESMA, ESRB in druge ustrezne pristojne nacionalne organe. Zlasti bi morali ti napotki med drugim vključevati učinkovit delovni postopek in predloge za uradna obvestila in obveznosti poročanja o oceni pristojnih nacionalnih organov o potrebi za izvedbo makrobonitetnih ukrepov v skladu s členom 25(3) Direktive 2011/61/EU.

E(4) – primerjalne analize

Organ ESMA bi moral z nacionalnimi makrobonitetnimi organi in ESRB enkrat na leto izmenjati:

- (a) morebitne rezultate svojih primerjalnih analiz;
- (b) morebitne prakse v zvezi z uporabo omejitev finančnega vzvoda in nalaganjem drugih omejitev glede upravljanja AIS, pri čemer uporabi informacije, ki jih prejme od pristojnih nacionalnih organov na podlagi člena 25(3) Direktive 2011/61/EU.

---

<sup>(1)</sup> Delegirana uredba Komisije (EU) št. 231/2013 z dne 19. decembra 2012 o dopolnitvi Direktive 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z izjemami, splošnimi pogoji poslovanja, depozitarji, finančnim vzvodom, preglednostjo in nadzorom (UL L 83, 22.3.2013, str. 1).

## PRILOGA II

## EKONOMSKI RAZLOGI IN OCENA

## KAZALO

	<i>Strana</i>
<b>Seznam kratic</b> .....	12
<b>I. Uvod</b> .....	13
<b>II. Priporočilo ESRB o likvidnostnem tveganju in tveganju finančnega vzvoda v investicijskih skladih</b> .....	17
<b>II.1 Priporočilo A – orodja za upravljanje likvidnosti za izplačila</b> .....	17
II.1.1 Ekonomski razlogi in predvideni učinki .....	17
Priporočilo A(1) – razpoložljivost dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti .....	17
Priporočila A(2) in A(3) – nadaljnje določbe o pristojnih nacionalnih organih in vlogi organa ESMA pri začasni prekinitvi izplačil s čezmejnimi posledicami za finančno stabilnost, ki jo odredijo pristojni nacionalni organi .....	21
II.1.2 Neželeni učinki .....	22
<b>II.2 Priporočilo B – dodatne določbe za zmanjšanje čezmernih likvidnostnih neskladij</b> .....	22
II.2.1 Ekonomski razlogi in predvideni učinki .....	22
II.2.2 Neželeni učinki .....	30
<b>II.3 Priporočilo C – stresni testi</b> .....	31
II.3.1 Ekonomski razlogi in predvideni učinki .....	31
II.3.2 Neželeni učinki .....	34
<b>II.4 Priporočilo D – poročanje KNPVP</b> .....	35
II.4.1 Ekonomski razlogi in predvideni učinki .....	35
Priporočilo D(1) – obveznosti poročanja za KNPVP in družbe za upravljanje KNPVP .....	35
Priporočilo D(2) – pogostost poročanja in obseg poročevalskih obveznosti za KNPVP in družbe za upravljanje KNPVP .....	38
Priporočilo D(3) – poenoteno poročanje in izmenjava informacij .....	39
II.4.2 Neželeni učinki .....	39
<b>II.5 Priporočilo E – napotki v zvezi s členom 25 Direktive 2011/61/EU</b> .....	40
II.5.1 Ekonomski razlogi in predvideni učinki .....	40
Priporočilo E(1) – ocena s finančnim vzvodom povezanega sistemskega tveganja .....	40
Priporočilo E(2) – makrobonitetne omejitve finančnega vzvoda .....	45
Priporočilo E(3) – postopek uradnega obveščanja .....	48
Priporočilo E(4) – primerjalne analize .....	48
II.5.2 Neželeni učinki .....	48
<b>Viri</b> .....	49
<b>Dodatek</b> .....	52

**Seznam kratic**

<b>a-LMT</b>	dodatna orodja za upravljanje likvidnosti
<b>AIS</b>	alternativni investicijski sklad
<b>UAIS</b>	upravitelj alternativnega investicijskega sklada
<b>CESR</b>	Odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje;
<b>EBA</b>	Evropski bančni organ
<b>ECB</b>	Evropska centralna banka
<b>EGP</b>	Evropski gospodarski prostor
<b>ELTIF</b>	evropski dolgoročni investicijski sklad
<b>ESCB</b>	Evropski sistem centralnih bank
<b>ESMA</b>	Evropski organ za vrednostne papirje in trge
<b>ESRB</b>	Evropski odbor za sistemska tveganja
<b>EU</b>	Evropska unija
<b>EUR</b>	euro
<b>FSB</b>	Odbor za finančno stabilnost
<b>IOSCO</b>	Mednarodna organizacija nadzornikov trgov vrednostnih papirjev
<b>ITS</b>	izvedbeni tehnični standardi
<b>SDT</b>	sklad denarnega trga
<b>ČVS</b>	čista vrednost sredstev
<b>PNO</b>	pristojni nacionalni organ
<b>OTC</b>	na prostem trgu
<b>RTS</b>	regulativni tehnični standardi
<b>SEC</b>	komisija ZDA za vrednostne papirje in borzo
<b>KNPVP</b>	kolektivni naložbeni podjem za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje
<b>VaR</b>	tvegana vrednost

V tej prilogi je predstavljeno dodatno gradivo v zvezi s priporočili ESRB, ki je namenjeno njihovi lažji implementaciji v EU. Vsa priporočila so podrobneje obdelana, podani so tudi ekonomski razlogi zanje in ocene njihove primernosti, vključno z možnimi predvidenimi in neželenimi vplivi ter morebitnim tržnim učinkom. Analiza se v veliki meri opira na raziskave in dokumente o politikah, nacionalne predpise in rezultate anket, ki so jih izvedli ESMA, ESRB in IOSCO (npr. o razpoložljivosti in uporabi orodij za upravljanje likvidnosti, o uporabi finančnega vzvoda v skladih na podlagi Direktive 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta <sup>(1)</sup> ter Direktive 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta <sup>(2)</sup>), pa tudi o praksah, ki jih pri stresnih testih uporabljajo upravitelji skladov).

## I. Uvod

### Strukturni dejavniki

**Sektor investicijskih skladov v Uniji se je v zadnjih letih močno povečal.** Od leta 2008 se je skupno neto premoženje investicijskih skladov v EU več kot podvojilo, saj je zrastle s 6,2 bilijona EUR na 15,3 bilijona v tretjem četrtletju 2017 <sup>(3)</sup>. Obenem se je v istem obdobju več kot potrojila tudi velikost evropskih alternativnih investicijskih skladov (AIS), ki so z 1,6 bilijona EUR zrastle na 5,8 bilijona EUR <sup>(4)</sup>. Ker sektor investicijskih skladov predstavlja vse večji del skupnega finančnega trga, postaja vse pomembnejše tudi upravljanje sistemskega tveganja v njem.

**Investicijski skladi kažejo izrazito široko paleto možnih odzivov na napetosti na finančnih trgih.** Investicijski skladi so le eden od več glavnih vrst vlagateljev na finančnih trgih – poleg bank, zavarovalnic, pokojninskih skladov, malih vlagateljev, podjetij, ki upravljajo premoženje premožnejših družin, državnih premoženjskih skladov in raznih posrednikov. Vsak od njih se obnaša na svoj način. Ena od značilnosti investicijskih skladov je dejstvo, da zbirajo sredstva najrazličnejših končnih vlagateljev in te naložbe prek kolektivne naložbene strukture usmerjajo na trge. Ta značilnost v kombinaciji z dejstvom, da je večina investicijskih skladov „odprtih“ (tj. končni vlagatelji lahko umaknejo svoj vložek iz sklada še pred zapadlostjo osnovnih sredstev), pomeni, da se investicijski skladi izjemno raznoliko odzivajo na napetosti na finančnih trgih. Ena od pomembnih možnosti je, da bi investicijski sklad oziroma podsektor investicijskega sklada v odziv na napetosti na finančnih trgih in posledično težnjo vlagateljev po izplačilih lahko v velikem obsegu prodajal sredstva na trgu, na katerem cene padajo, in s tem le še stopnjeval tržne šoke in prispeval k finančni nestabilnosti.

**Investicijski skladi ob napetostih na finančnih trgih navadno ohranjajo svojo investicijsko strategijo.** Investicijski skladi z izjemo nekaterih AIS navadno uporabljajo nizko stopnjo finančnega vzvoda <sup>(5)</sup>. Zato skladi, ki ne občutijo pritiskov za izplačila, navadno obdržijo svoja sredstva in včasih skušajo celo oportunistično pridobiti nova sredstva, saj cene padajo, s čimer delujejo proticiklično.

### Viri tveganja

**Glavni razlog, ki bi povzročil, da bi se skladi vseeno obnašali drugače in začeli ob tržnem šoku prodajati na trgu, na katerem cene padajo, bi bil nepričakovano velik obseg zahtev za izplačilo.** Čeprav v preteklosti to ni bilo pravilo, vseeno obstaja nekaj primerov, ko so ob napetostih na finančnih trgih vlagatelji množično zahtevali izplačila iz skladov. Poleg tega vzorec ravnanja določenega investicijskega sklada v preteklosti še ne pomeni, da se bo ta sklad enako obnašal tudi v prihodnosti. Zato ni mogoče z gotovostjo napovedati, da bodo omenjeni primeri velikega obsega zahtev za izplačilo tudi v prihodnje redki oziroma osamljeni primeri. Eden od razlogov, zakaj bi ob napetostih na finančnih trgih dejansko lahko prihajalo do velikega obsega zahtev za izplačilo, je dejstvo, da investicijski skladi ne delujejo zgolj kot podjetja za dolgoročne kapitalske naložbe brez finančnega vzvoda. Včasih se za tovrstne sklade namreč odločajo tudi vlagatelji s kratkoročnejšo perspektivo, delež takšnih vlagateljev pa je odvisno od drugih tržnih dejavnikov lahko precej različen. To ustvarja pogoje za bistveno večje sistemsko tveganje v sektorju, kot bi obstajalo, če bi se večji obsegi zahtev za izplačilo pojavljali le redko ali kot osamljeni primeri. Ker sektor raste, postaja to dejstvo vse pomembnejši vidik skupnega sistemskega tveganja.

<sup>(1)</sup> Direktiva 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (UL L 302, 17.11.2009, str. 32).

<sup>(2)</sup> Direktiva 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 8. junija 2011 o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov in spremembah direktiv 2003/41/ES in 2009/65/ES ter uredb (ES) št. 1060/2009 in (EU) št. 1095/2010 (UL L 174, 1.7.2011, str. 1).

<sup>(3)</sup> „Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017“, European Fund and Asset Management Association, december 2017.

<sup>(4)</sup> AIS so od leta 2014 razvrščeni glede na normativno opredelitev iz Direktive 2011/61/EU. Odtlej so se neto sredstva povečala za več kot 25 %.

<sup>(5)</sup> European Systemic Risk Board, „EU Shadow Banking Monitor“, št. 2, maj 2017.

**Drugi glavni vir sistemskega tveganja predstavljajo spodbude, da investicijski skladi dajejo prednost donosu pred likvidnostjo oziroma da povečajo finančni vzvod in tako dosežajo donose, ki so privlačni za vlagatelje.** Čim večje vzvode uporabljajo, tem manj je verjetno, da se bodo v času zaostrenih razmer na trgu sposobni upreti pritiskom. Poleg tega velja, da čim bolj investicijski sklad žrtvuje likvidnost na račun donosa, tem manj se bo zmožen ustrezno spoprijeti z nenadnimi skoki v obsegu zahtev za izplačilo. Ta učinek se lahko še stopnjuje, če potencialni vlagatelji niso seznanjeni s takšnim žrtvovanjem likvidnosti na račun donosa, bodisi zato, ker so sredstva, v katera vlaga sklad, videti likvidna, čeprav ta likvidnost ni odporna, ali pa zato, ker izvedeni finančni instrumenti vsebujejo finančni vzvod, katerega obseg ni jasno razviden.

**Tretji vir sistemskega tveganja je način, kako deluje mehanizem izplačil.** Pri odprtih investicijskih skladih lahko pride do „prednosti prvega vlagatelja“, pri čemer vlagatelji, ki zahtevajo izplačilo, ne nosijo polnega stroška predčasnega izplačila, ki se zato prenese na preostale imetnike enot premoženja. Za upravitelje skladov je relevantno tudi vprašanje ugleda, zaradi katerega morda ne bi bili pripravljene začasno prekiniti izplačil celo v primeru, ko bi bilo to v interesu vlagateljev, hkrati pa bi skušali ohraniti ravnovesje med zagotavljanjem likvidnosti tistim vlagateljem, ki so zahtevali izplačila, dokler v skladu obstaja likvidnost, in ugotavljati, ali so razmere dovolj izjemne, da je začasna prekinitvev izplačil vseeno upravičena.

**Četrty vir sistemskega tveganja izhaja iz dejstva, da je delovanje mehanizma izplačil odvisno od likvidnosti trga.** Pri mnogih instrumentih, v katere vlagajo investicijski skladi, je likvidnost že tradicionalno odvisna od vzdrževalcev trga in se spreminja glede na čas in instrumente. Nedavna gibanja, za katere so značilni upad volatilitosti, vse večja uporaba elektronskega trgovanja, fragmentacija virov likvidnosti in vse manjša imetja sredstev v tradicionalnih vzdrževalcih trga, kot so banke in borzni posredniki, pa tudi ciklični dejavniki, kot je denarna politika, kažejo, da bi se struktura zagotavljanja likvidnosti sčasoma lahko spremenila (čeprav sedanje raziskave še niso dale enoznačnih dokazov za to, da bi bila likvidnost trenutno zmanjšana). Te spremembe lahko vplivajo na to, kako robustno je zagotavljanje likvidnosti, ko se razmere na trgih zaostrijo. Pomembnost teh sprememb v strukturi likvidnosti je težko napovedati, zato se lahko zgodi, da se bodo investicijski skladi zanašali na raven likvidnosti, ki bo manj odporna, kot so pričakovali.

**Obstajajo pomembne povezave med finančnim vzvodom, likvidnostjo in izplačilno politiko investicijskih skladov.** Investicijski skladi s finančnim vzvodom, ki se spoprijemajo z večjim obsegom pozivov h kritju, umikom financiranja oziroma višjimi odbitki pri vrednotenju, se lahko zelo hitro prilagodijo, če imajo sredstva, ki jih je mogoče hitro unovčiti. Kadar pa ima po drugi strani sklad z visokim finančnim vzvodom zgolj manjše zneske likvidnih sredstev in se mora odzvati na morebitna kratkoročna izplačila ali na spremenjene posojilne pogoje, se lahko zgodi, da bo moral sredstva prodati hitro in na manj likvidnem trgu (po nižji ceni), da bi lahko izpolnil svoje obveznosti. Čeprav investicijski skladi v primeru pozivov h kritju morda lahko začasno prekinejo izplačila, da bi zaščitili interese vlagateljev, bo moral sklad sredstva zbrati hitro, tj. prek financiranja v izrednih primerih in/ali prodaje sredstev, če bo želel preprečiti likvidacijo, to pa bi lahko povzročilo precejšnje tveganje nasprotne stranke in močno vplivalo na ceno sredstev.

**Centralne banke, trgi in regulatorji vrednostnih papirjev so izrazili zaskrbljenost glede možnosti, da bi investicijski skladi stopnjevali sistemsko tveganja** <sup>(1)</sup>. Na svetovni ravni je Odbor za finančno stabilnost (FSB) potrdil, da bi likvidnostna neskladja in uporaba finančnega vzvoda v investicijskih skladih lahko ustvarila pomembne strukturne ranljivosti v sektorju upravljanja skladov. Kot je FSB izpostavil v kasnejših objavah, je izjemnega pomena, da se preuči in odpravi potencialne strukturne ranljivosti, povezane z likvidnostnim neskladjem in uporabo finančnega vzvoda v investicijskih skladih, ki bi lahko ustvarila tveganja za finančno stabilnost. FSB zato na primer priporoča, da pristojni organi spremljajo uporabo finančnega vzvoda v skladih in po potrebi ukrepajo <sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> Glej „Financial Stability Report – December 2015“ centralne banke Bank of England; „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities“ št. 2, 2015 organa ESMA; „Financial Stability Review“ ECB, maj 2016; „Update on Review of Asset Management Products and Activities“ Sveta za nadzor finančne stabilnosti, april 2016; govor Vítorja Constância z naslovom „Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union“, april 2016; govor Stevena Majoorja z naslovom „Measuring and assessing stability risks in financial markets“, maj 2015; in govor Mary Jo White z naslovom „Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry“, december 2014.

<sup>(2)</sup> „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities“, Odbor za finančno stabilnost, januar 2017.

## Sedanji regulativni okvir za likvidnost in finančni vzvod v investicijskih skladih

V Evropi regulativni okvir, ki ureja likvidnost in upravljanje finančnega vzvoda v investicijskih skladih, sestavlja direktivi 2009/65/ES in 2011/61/EU. Ta okvir predstavlja podlago, na kateri se določa, kako morajo investicijski skladi v Evropi upravljati likvidnost in finančni vzvod, služi pa tudi kot izhodišče za ocenjevanje sistemskega tveganja, ki izhaja iz likvidnostnega neskladja in uporabe finančnega vzvoda v investicijskih skladih.

**KNPVP so močno regulirani investicijski skladi.** KNPVP so investicijski skladi, ki vlagajo v primerna finančna sredstva, kot so denarna sredstva in denarju podobni depoziti, obveznice, delnice, instrumenti denarnega trga in drugi investicijski skladi (glej okvir 1a). Teoretično so KNPVP manj nagnjeni k likvidnostnim neskladjem, saj se tako z njihovimi sredstvi kot tudi obveznostmi načeloma trguje v kratkih časovnih okvirih. Nekateri vlagajo samo v prenosljive vrednostne papirje ali druga likvidna finančna sredstva, za katera so pravila o primernosti podrobno opredeljena v posebni direktivi<sup>(1)</sup>. KNPVP so (razen v primeru, da investicijski sklad začasno prekine izplačila) dolžni po prejemu zahteve za izplačilo imetniku enot sklada izplačati njegov vložek: to pomeni, da morajo izplačila dovoljevati vsaj dvakrat na mesec, čeprav mnogi med njimi dovoljujejo tudi dnevna ali tedenska izplačila. Kar zadeva finančni vzvod, KNPVP delujejo v okviru regulativnih omejitev finančnega vzvoda. KNPVP lahko finančni vzvod z nezavarovanim gotovinskim zadolževanjem uporabljajo samo do višine 10 % svojih sredstev in pod pogojem, da je takšno zadolževanje samo začasno (glej Okvir 1b). Zato lahko KNPVP, ki uporabljajo gotovinsko zadolževanje in transakcije financiranja z vrednostnimi papirji oziroma izvedene finančne instrumente, uporabljajo finančni vzvod do največ 2,1-kratnika svoje ČVS.

**AIS so investicijski skladi, ki smejo vlagati v sredstva, podobna tistim, v katera vlagajo KNPVP, vendar zanje ne veljajo tako podrobne omejitve glede razpršenosti, likvidnosti in finančnega vzvoda.** AIS lahko vlagajo tudi v finančne instrumente, ki za KNPVP niso primerni, kot na primer zasebni lastniški kapital, tvegani kapital, nepremičnine, fizično blago in druga alternativna sredstva. Vseeno morajo upravitelji, ki upravljajo odprte ali zaprte AIS s finančnim vzvodom, imeti vzpostavljene postopke za upravljanje likvidnosti. Ti zajemajo uskladitev naložbene strategije investicijskega sklada z njegovim likvidnostnim profilom in politiko izplačil, pa tudi določitev ustreznih omejitev pri upravljanju likvidnosti in stresne teste (glej Okvir 1a). Opozoriti je treba, da za upravitelje AIS, ki delujejo pod določenimi pragi<sup>(2)</sup>, morda ne bodo veljale iste zahteve, zato v tem primeru ne bodo mogli koristiti enotne licence, ki jo za trženje v drugih jurisdikcijah EU daje na voljo Direktiva 2011/61/EU. Kar zadeva finančni vzvod, AIS delujejo brez vsakršnih regulativnih omejitev finančnega vzvoda. Edina zahteva za AIS je, da poročajo o uporabi finančnega vzvoda (glej Okvir 1b).

### Okvir 1a: Sedanji regulativni okvir za likvidnost investicijskih skladov

#### Direktiva 2009/65/ES – KNPVP

Pogostost trgovanja. KNPVP morajo ustvariti možnosti za to, da se enote premoženja na zahtevo vlagateljev sklada ponovno odkupijo ali izplačajo. To pomeni, da morajo KNPVP zahteve za izplačila dovoliti vsaj dvakrat na mesec<sup>(3)</sup>, čeprav mnogi KNPVP dovoljujejo izplačila dnevno ali tedensko<sup>(4)</sup>.

Postopki trgovanja. Direktiva 2009/65/ES ne opredeljuje postopkov trgovanja, ki bi jih morali uporabljati KNPVP. V praksi se trgovalni rok za vloge postavi na točko, ki je pred časom vrednotenja – ta je lahko več ur ali dni pozneje. Poleg tega KNPVP v splošnem izplačujejo unovčeno premoženje v skladu s postopki poravnave, opisanimi v dokumentih sklada, v katerih je lahko določen čas od treh do pet dni po času vrednotenja<sup>(5)</sup>. V skladu z omenjenimi postopki trgovanja torej obstaja časovno obdobje med zaključkom sprejemanja zahtev in rokom za izplačilo unovčenega premoženja. V tem času lahko družba za upravljanje KNPVP proda naložbe in tako ustvari sredstva, ki jih potrebuje za izplačilo unovčenega premoženja.

(1) Direktiva Komisije 2007/16/ES z dne 19. marca 2007 o izvajanju Direktive Sveta 85/611/EGS o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) glede razjasnitve nekaterih opredelitev (UL L 79, 20.3.2007, str. 11).

(2) UAIS, ki upravljajo AIS, katerih skupna sredstva ne presegajo 100 milijonov EUR, ali AIS, katerih skupna sredstva ne presegajo 500 milijonov EUR, pod pogojem, da AIS ne uporabljajo finančnega vzvoda in da pravic do izplačila ni še pet let po datumu začetne naložbe v posamezen AIS.

(3) Pristojni nacionalni organi lahko dovolijo KNPVP, da zmanjša pogostost na enkrat mesečno, „pod pogojem, da to odstopanje ne posega v interese imetnikov enot premoženja“. Vendar te možnosti v svojo nacionalno zakonodajo niso prenesle vse države članice.

(4) Glej na primer člen 76 Direktive 2009/65/ES.

(5) Nekateri skladi denarnega trga s konstantno vrednostjo sredstev ponujajo poravnavo v istem dnevu.

Primerna sredstva. Za KNPVP veljajo podrobna pravila glede primerne premoženja, zato morajo vlagati predvsem v likvidno premoženje. To zajema: likvidne prenosljive vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi, instrumente denarnega trga, izvedene finančne instrumente, ki kotirajo na borzi; ter bančne depozite, ki se izplačajo na zahtevo ali vsebujejo pravice do umika in zapadejo v manj kot 12 mesecih <sup>(1)</sup>. Za nadaljnjo podporo likvidnosti so določeni kriteriji, ki določajo trge, na katerih mora primerno premoženje kotirati oziroma je treba z njim trgovati <sup>(2)</sup>.

Skrbni pregled pred naložbo. Preden družba za upravljanje KNPVP opravi naložbo, mora analizirati med drugim tudi prispevek naložbe k sestavi, likvidnosti in tveganju portfelja KNPVP <sup>(3)</sup>.

Upravljanje tveganj. Družba za upravljanje KNPVP mora v okviru svojih procesov upravljanja tveganj opraviti ustrezen postopek upravljanja likvidnostnega tveganja in tako zagotoviti, da lahko vsak KNPVP, ki ga upravlja, v vseh predvidljivih okoliščinah, vključno z zaostrenimi razmerami, izpolnjuje svoje obveznosti, povezane z izplačili, kadar to zahteva imetnik enot. Družba za upravljanje KNPVP mora po potrebi izvesti stresne teste, s katerimi lahko oceni likvidnostno tveganje KNPVP v izjemnih okoliščinah <sup>(4)</sup>.

Pobot vplačil in izplačil. Kadar sklad KNPVP prejme več zahtev za vplačilo in izplačilo za isti trgovni dan, bo povezal transakcije z enotami premoženja in uporabil sredstva, ki jih prejme pri vplačilih, za izplačilo nekaterih ali vseh zahtev za izplačilo. S tem se zmanjša ali ukine potreba po prodajanju osnovnih naložb za ustvarjanje sredstev, potrebnih za izplačila vlagateljem.

#### **Direktiva 2011/61/EU – direktiva o UAIS**

Postopki trgovanja. Tako kot v primeru KNPVP Direktiva 2011/61/EU ne opredeljuje trgovnih postopkov, ki se uporabljajo za AIS. Upravitelj AIS bo oblikoval trgovne postopke, ki ustrezajo AIS, ki jih upravlja, in ki mu dajejo na voljo dovolj časa, da proda naložbe in s tem ustvari sredstva za izplačila.

Upravljanje tveganj. Člen 15 Direktive 2011/61/EU vsebuje določbe, podobne tistim, ki urejajo skrbni pregled pred naložbo iz Direktive 2009/65/ES (pojasnjeno zgoraj). V skladu z njim mora upravitelj AIS v okviru upravljanja tveganj ves čas ugotavljati, meriti, upravljati in spremljati tveganja, povezana z vsako posamezno naložbeno pozicijo AIS, kot tudi njihov skupni učinek na portfelj AIS, pri čemer mora izvajati tudi primerne postopke stresnega testiranja. Direktiva 2011/61/EU od upravitelja AIS nadalje zahteva, da ima za vsak AIS, ki ga upravlja, usklajeno naložbeno strategijo, likvidnostni profil in politiko glede zahtev za izplačilo <sup>(5)</sup>. Upravitelj AIS mora imeti vzpostavljene ustrezne sisteme za upravljanje likvidnosti, s katerimi spremlja likvidnostno tveganje AIS, in zagotoviti, da je likvidnostni profil naložb AIS v skladu z njegovimi osnovnimi obveznostmi. Poleg tega mora redno izvajati stresne teste, in sicer tako v običajnih kot tudi v izjemnih likvidnostnih razmerah, s katerimi ocenjuje in spremlja likvidnostno tveganje posameznih AIS <sup>(6)</sup>. Te zahteve dopolnjujejo podrobna pravila druge ravni o upravljanju likvidnosti <sup>(7)</sup>.

Pobot vplačil in izplačil. Kot velja za KNPVP, lahko upravitelj AIS tudi v odprtem AIS pobota zahteve za vplačila in izplačila.

<sup>(1)</sup> Nadaljnja podrobna pravila za primerno premoženje se uporabljajo za sklade denarnega trga, in sicer ne glede na to, ali so ustanovljeni kot KNPVP ali kot AIS (npr. pravila glede portfelja, ki se nanašajo na sredstva, ki zapadejo dnevno ali tedensko). Glej Uredbo (EU) 2017/1131.

<sup>(2)</sup> Sprejem v trgovanje še ne zagotavlja likvidnosti. Vseeno se sklad KNPVP lahko vseeno zanese na sprejem, razen če mu niso oziroma mu ne bi mogle biti znane okoliščine, ki nakazujejo, da določeno sredstvo ni likvidno. V tem primeru mora oceniti likvidnost vrednostnega papirja, da bi ugotovil, ali njegova vključitev v portfelj lahko ogrozi likvidnost portfelja.

<sup>(3)</sup> Glej na primer člen 23(4) Direktive Komisije 2010/43/EU z dne 1. julija 2010 o izvajanju Direktive 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta o organizacijskih zahtevah, navzkrižjih interesov, poslovanju, obvladovanju tveganja ter vsebini sporazuma med depozitarjem in družbo za upravljanje (UL L 176, 10.7.2010, str. 42).

<sup>(4)</sup> Glej na primer člen 40(3) Direktive 2010/43/EU.

<sup>(5)</sup> Glej na primer člen 16(2) Direktive 2011/61/EU.

<sup>(6)</sup> Glej na primer člen 16(1) Direktive 2011/61/EU.

<sup>(7)</sup> Glej na primer člene 46 do 49 Delegirane uredbe Komisije (EU) št. 231/2013 z dne 19. decembra 2012 o dopolnitvi Direktive 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z izjemami, splošnimi pogoji poslovanja, depozitarji, finančnim vzvodom, preglednostjo in nadzorom (UL L 83, 22.3.2013, str. 1).



**Okvir 1b: Sedanji regulativni okvir za uporabo finančnega vzvoda v investicijskih skladih****Direktiva 2009/65/ES – KNPVP**

Zadolževanje. KNPVP lahko uporabljajo finančni vzvod tako, da se zadolžijo za največ 10 % svojih sredstev, in sicer pod pogojem, da je vsako tovrstno zadolževanje samo začasno. Tako izposojanje se sme uporabljati, kadar obstaja začasno neskladje denarnih tokov, tj. takrat, kadar je treba sredstva za izplačila unovčenega premoženja zbrati prej, preden KNPVP prejmejo sredstva od prodaje naložb.

Uporaba sintetičnega vzvoda. Pri uporabi sintetičnega vzvoda prek izpostavljenosti izvedenim vrednostnim papirjem sme KNPVP ustvariti sintetične izpostavljenosti – izračunane po metodi zavezujoče izpostavljenosti – do zneska, enakega njegovi skupni ČVS. KNPVP torej lahko uporablja zadolževanje in izvedene finančne instrumente za finančni vzvod do največ 2,1-kratnika svoje ČVS. Vendar pa lahko pristojni nacionalni organi v skladu z Direktivo 2009/65/ES dovolijo KNPVP, da svojo globalno izpostavljenost izračunajo s pristopom tvegane vrednosti (VaR) ali z drugimi naprednimi metodologijami za merjenje tveganj in ne z zavezujočo izpostavljenostjo. Uporaba vzvoda je pri teh skladih omejena samo posredno, in sicer z omejitvami glede njihovega tržnega tveganja, kot je pojasnjeno v napotkih (3. raven) Odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (CESR) <sup>(1)</sup>. Skladi, ki uporabljajo pristop *absolutne* VaR, so torej omejeni na absolutno VaR, ki ni večja od 20 % čiste vrednosti sredstev (v obdobju 20 dni). Po drugi strani so tisti skladi, ki uporabljajo pristop *relativne* VaR, omejeni na največ dvakratnik tveganja izgube po danem modelu VaR pri podobnem portfelju, ki pa je brez finančnega vzvoda. Pomembno je, da lahko omenjena pristopa VaR glede na volatiliteto osnovnih instrumentov omogočata precej višji vzvod, kot bi bil mogoč v skladu z zavezujočo izpostavljenostjo. Sodeč po odgovorih v anketi, ki je zajela 11 jurisdikcij v Uniji, bi podmnožica tistih skladov KNPVP, ki za izračunavanje globalne izpostavljenosti uporabljajo pristopa VaR, lahko predstavljala med 27 % in 50 % sektorja KNPVP v Uniji, merjeno s čisto vrednostjo sredstev.

**Direktiva 2011/61/EU – direktiva o UAIS**

Zadolževanje in uporaba sintetičnega vzvoda. AIS poslujejo brez regulativnih omejitev finančnega vzvoda, v skladu z Direktivo 2011/61/EU pa morajo o uporabi finančnega vzvoda le poročati. Ne glede na to pa Direktiva 2011/61/EU dovoljuje pristojnim organom, da postavijo omejitve glede ravni finančnega vzvoda, ki ga upravitelji skladov smejo uporabljati v svojih AIS, pa tudi druge omejitve glede upravljanja tveganj, da se „omeji obseg, v katerem lahko uporaba finančnega vzvoda prispeva k nastanku sistemskega tveganja v finančnem sistemu ali tveganj nereguliranih trgov“. Doslej še noben organ ni uporabil tega orodja, prav tako še ni bil razvit okvir na ravni EU, ki bi podprl poenoteno izvajanje makrobonitetnih zahtev glede finančnega vzvoda.

**II. Priporočilo ESRB o likvidnostnem tveganju in tveganju finančnega vzvoda v investicijskih skladih****II.1 Priporočilo A – orodja za upravljanje likvidnosti za izplačila****II.1.1 Ekonomski razlogi in predvideni učinki****Priporočilo A(1) – razpoložljivost dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti**

**Regulativni okvir, ki ureja upravljanje likvidnosti investicijskih skladov v Uniji, je treba razširiti.** Določbe Direktiv 2009/65/ES in 2011/61/EU, ki se nanašajo na upravljanje likvidnosti, so bile v preteklosti večinoma ustrezne. Ker pa bi se zaradi vztrajne rasti sektorja investicijskih skladov v povezavi z okrepljeno transformacijo likvidnosti lahko okrepila tveganja za finančno stabilnost, jih je treba obravnavati.

**Z ustreznimi orodji za upravljanje likvidnosti bi bilo mogoče ublažiti likvidnostna neskladja, ki se pojavljajo v KNPVP in odprtih AIS, s čimer bi se zmanjšala tveganja za finančno stabilnost v zaostrenih tržnih razmerah.** Likvidnostno neskladje je še posebej relevantno za odprte sklade, ki omogočajo pogosta izplačila, vlagajo pa v sredstva, ki jih v nekaterih primerih ni mogoče hitro prodati, ne da bi to pomembno vplivalo na njihovo tržno ceno. Dnevna izplačila omogočajo številni odprti skladi, a ne vsi. V skladu z določbami direktiv 2009/65/ES in 2011/61/EU pogostost izplačil določi upravitelj sklada (glej okvir 1a). Obstaja sklop dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti, ki lahko pomagajo blažiti likvidnostna tveganja odprtih skladov z zmanjševanjem prednosti prvega <sup>(2)</sup> v zaostrenih tržnih razmerah (vnaprej) in s preprečevanjem nastanka likvidnostne spirale (naknadno).

<sup>(1)</sup> Napotki Odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (CESR) „Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS“, 28. julij 2010.

<sup>(2)</sup> Za nadaljnjo razlago tega koncepta glej razdelek II.1 v prilogi k Priporočilu ESRB/2012/1 Evropskega odbora za sistemska tveganja z dne 20. decembra 2012 o skladih denarnega trga (UL C 146, 25.5.2013, str. 1).

**Vnaprejšnja orodja je mogoče uporabiti za zmanjšanje prednosti prvega in ublažitev systemskega tveganja.** Načeloma je ta orodja mogoče uporabiti tako v normalnih kot tudi v zaostrenih tržnih razmerah. Namen vnaprejšnjih orodij, kot so mehanizem *swing pricing* in dajatve proti razvodenitvi, je poštena obravnava strank, tako da vlagatelji, ki ostanejo v skladu, niso na slabšem zaradi ravnanja vlagateljev, ki zahtevajo izplačilo. S tem se načeloma odpravlja vsaka spodbuda vlagateljem, da zahtevajo izplačilo prej kot ostali in tako izkoristijo nižje stroške izplačila. Vseeno bodo vlagatelji, ki so trdno odločeni, da bodo likvidirali svoje imetje v skladu, to storili ne glede na stroške. Orodja torej zmanjšujejo samo prednost prvega, ne blažijo pa nujno tudi pritiska za prodajo, ki obstaja na trgih sredstev, ki jih imajo skladi v svojem portfelju.

**Naknadna orodja upraviteljem skladov omogočajo, da z nadzorom ali omejevanjem odlivov upravljajo likvidnost investicijskih skladov.** Upravitelje navadno osvobodijo pritiska, da morajo zaradi zahtev vlagateljev za izplačilo prodati sredstva takoj (po tržni ceni ali pod njo). Zato lahko delujejo kot nekakšno varnostno stikalo in lahko ublažijo nastanek likvidnostne spirale. Navadno se ta orodja uporabljajo v zaostrenih tržnih razmerah.

**Med jurisdikcijami obstajajo velike razlike glede razpoložljivosti in uporabe dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti.** Direktivi 2009/65/ES in 2011/61/EU upraviteljem skladov in pristojnim nacionalnim organom izrecno dovoljujeta uporabo instrumenta začasne prekinitve izplačil, vendar ne predvidevata nobenih drugih dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti. Zato med jurisdikcijami obstajajo razlike tako v razpoložljivosti kot tudi v konkretnih postopkih, ki urejajo uporabo dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti. Anketa mednarodne organizacije IOSCO <sup>(1)</sup> in nedavna anketa, ki jo je v državah članicah Unije izvedel organ ESMA <sup>(2)</sup>, sta pokazali, da v nekaterih državah članicah obstaja celoten nabor dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti, med drugim tudi mehanizem *swing pricing* in dajatve proti razvodenitvi. V večini držav članic pa je na voljo manj orodij.

Najpogosteje so v državah članicah na voljo naslednja orodja:

- provizije za izplačilo (*redemption fees*)
- omejitve izplačil (*redemption gates*)
- izplačila v naravi (*redemptions in kind*)
- stranski žepi (*side pockets*)
- začasna prekinitvev izplačil (*suspension of redemptions*).

Edino orodje, ki je na voljo v vseh sodelujočih jurisdikcijah, je začasna prekinitvev izplačil. Temu sledijo izplačila v naravi, ki jih poznajo v 17 državah članicah.

**V večini držav članic so upravitelji skladov v celoti odgovorni za aktiviranje orodij za upravljanje likvidnosti – regulator ima pri tem le manjšo vlogo in ne more aktivirati orodij.** Za aktiviranje večine dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti upravitelji skladov ne potrebujejo dovoljenja regulatorja. Samo v treh državah članicah je za nekatera orodja potrebno dovoljenje in samo v eni je potrebno dovoljenje za uporabo pooblastila za začasno prekinitvev izplačil. Vseeno morajo biti likvidnostna orodja in okoliščine, v katerih jih je mogoče uporabiti, običajno navedeni v ustanovitvenih dokumentih investicijskega sklada, ki morajo biti v državah članicah EU odobreni. Regulatorji navadno ne smejo aktivirati orodij. Splošna izjema je začasna prekinitvev izplačil, ki jo lahko uvede regulator, če oceni, da je to v javnem interesu, ki domnevno zajema tudi dejavnike finančne stabilnosti. V številnih jurisdikcijah imajo pristojni nacionalni organi pravico, da aktivirajo omejitvev izplačil.

**V nekaterih primerih je orodja mogoče uporabiti samo v določenih vrstah investicijskih skladov in/ali samo v izrednih razmerah.** Možnost uporabe dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti je v normalnih razmerah različna. V nekaterih državah članicah je nekatera orodja mogoče uporabiti v normalnih razmerah, navadno s pogojem, da je bila njihova uporaba predhodno opredeljena v dokumentih sklada. V drugih je nekatera orodja mogoče uporabiti samo v izrednih razmerah. Možnost uporabe pooblastila za začasno prekinitvev izplačil je v vseh državah članicah omejena samo na izredne razmere.

<sup>(1)</sup> Anketa IOSCO je zajela države članice Unije in države nečlanice. V tem poročilu je poudarek na odgovorih iz 11 sodelujočih držav članic. Na voljo na naslovu <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

<sup>(2)</sup> Za dodatne informacije glej tabelo 1A v Dodatku.

**Napotki regulatorjev glede uporabe dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti so neenotni in za vsako orodje različni.** Za uporabo začasne prekinitve izplačil ni vedno določeno najdaljše možno trajanje uporabe tega orodja, tri države članice pa ne dajejo nobenih napotkov o uporabi začasne prekinitve izplačil. Kar zadeva druga dodatna orodja, formalne opredelitve obstajajo le v redkih primerih, čeprav države članice orodja običajno v splošnem razumejo. V nacionalni zakonodaji ali napotkih pristojnih nacionalnih organov večinoma ne obstajajo specifične določbe regulatorja glede uporabe orodij.

**Odbor za finančno stabilnost (FSB) je ugotovil, da likvidnostno neskladje predstavlja potencialno strukturno ranljivost odprtih investicijskih skladov, in predlagal, da naj bodo orodja na voljo v večji meri.** Če bi bilo v vseh državah članicah mogoče uporabljati nabor različnih vnaprejšnjih in naknadnih orodij za upravljanje likvidnosti, bi se bilo lažje odzivati na stresne likvidnostne situacije, s čimer bi se zmanjšala tveganja za finančno stabilnost. Tudi pristojni nacionalni organi in upravitelji investicijskih skladov so v odgovorih na posvetovanje, ki ga je organizirala Evropska komisija, nakazali, da bi bilo koristno, če bi bila orodja za upravljanje likvidnosti na voljo v večji meri <sup>(1)</sup>.

**Čezmejni učinki jasno kažejo, da je potreben enotnejši regulativni okvir.** Ker KNPVP in AIS pogosto vlagajo in delujejo na čezmejni ravni, potencialni učinki njihovih likvidnostnih težav niso omejeni na jurisdikcije, v katerih imajo svoj sedež. To pomeni, da bi okužbe lahko prispevale k nastanku likvidnostne spirale s čezmejnimi učinki. Zato bi moral biti v vsej Uniji na voljo enoten nabor orodij za upravljanje likvidnosti. Tako bi investicijski skladi dobili skupen nabor dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti, ki bi jih upravitelji skladov morali oceniti in jih glede na svoje potrebe pri upravljanju čezmejnih likvidnostnih tveganj tudi vključiti v ustanovitvene dokumente investicijskih skladov. Vsi AIS in KNPVP bi morali v ustanovitvene dokumente sklada rutinsko vključiti pooblastilo, da v zaostrenih tržnih razmerah začasno prekinejo izplačila.

**Poleg večje razpoložljivosti orodij za upravljanje likvidnosti je cilj priporočila tudi lažje aktiviranje teh orodij.** Upravitelji skladov pogosto neradi uporabljajo nekatera orodja za upravljanje likvidnosti, za kar obstajajo številni razlogi, kot sta izguba ugleda in nevarnost okužbe. Aktiviranje orodja lahko ustvari prelivne učinke, ti pa vplivajo na druge investicijske sklade, ki jih upravlja isti upravitelj. V nekaterih primerih so lahko prizadeti celo investicijski skladi, ki jih upravlja drug upravitelj, a imajo podobno koncentracijo portfelja. Zato sama vključitev dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti v ustanovitvene dokumente sklada včasih ni dovolj, da bi se učinkovito zmanjšala likvidnostna tveganja, povezana z investicijskim skladom, če upravitelji skladov orodja v praksi neradi uporabljajo. Upravitelji skladov bi morali zagotoviti, da imajo na voljo operativne zmožnosti in načrte za delovanje v izrednih razmerah, ki jim omogočajo, da pravočasno aktivirajo ustrezno dodatno orodje za upravljanje likvidnosti. V prospektu vsakega investicijskega sklada oziroma v pogodbenih informacijah, ki jih sklad razkrije vlagateljem, bi zato morala biti opisana vsa dodatna orodja za upravljanje likvidnosti, ki so navedena v ustanovitvenih dokumentih sklada, kot tudi njihov namen in oblika uporabe. To bi prispevalo k jasnosti in obenem omogočilo vlagateljem, da spoznajo orodja, ki se navadno ne uporabljajo.

**Namen priporočila je podpreti enoten pristop k uporabi orodij za upravljanje likvidnosti v vseh državah članicah.** Za zagotovitev enotne uporabe dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti v vseh državah članicah bi bilo treba organ ESMA v osnutku zakonodaje zadolžiti, da pripravi temeljne napotke o tem, kako naj investicijski skladi uporabljajo dodatna orodja v procesu upravljanja likvidnosti, ter določi, katere zahteve glede preglednosti in poročanja bi bilo treba uvesti. Za boljše razumevanje učinkov teh dodatnih orodij na finančno stabilnost bi moral ESRB pri makrobonitetnih vprašanjih sodelovati z organom ESMA. Upravitelji skladov bi morali pristojnim nacionalnim organom poročati o vključitvi in uporabi dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti. Da bi se izognili težavnemu poročanju o dodatnih orodjih, ki se uporabljajo redno ali ves čas, bi poročanje lahko zajemalo samo uporabo orodij v zaostrenih tržnih razmerah.

**Vnaprejšnja orodja za upravljanje likvidnosti bi bilo mogoče uporabljati za preprečevanja nastanka sistemskih tveganj, naknadna orodja pa bi se aktivirala v zaostrenih tržnih razmerah, ko imajo investicijski skladi velike odlive.** Obe vrsti instrumentov bi tako prispevali k obvladovanju tveganj za finančno stabilnost, ki nastajajo zaradi likvidnostnega neskladja v investicijskih skladih. Zato je priporočljivo, da sta na ravni Unije na volji obe vrsti instrumentov. V okviru 2 so podrobneje predstavljeni različni instrumenti, upoštevajoč, da nekatera orodja niso vedno primerna ali nujna za vse vrste odprtih investicijskih skladov.

<sup>(1)</sup> „Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments“, na voljo na naslovu [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm).

## Okvir 2: Orodja za upravljanje likvidnosti

### Vnaprejšnja/hibridna <sup>(1)</sup> orodja za upravljanje likvidnosti <sup>(2)</sup>

**Cilj mehanizma „swing pricing“ je zaščititi obstoječe delničarje investicijskega sklada pred neugodnimi vplivi na ceno, ki nastajajo zaradi transakcij drugih vlagateljev.** Ta mehanizem je mogoče uporabiti za to, da se prilagodi cena delnic investicijskega sklada in s tem prispeva k stroškom transakcij sklada, ki nastajajo zaradi dejavnosti vlagateljev <sup>(3)</sup>. V praksi to pomeni, da se v primeru velikih odlivov (prilivov) ČVS investicijskega sklada prilagodi navzdol (navzgor), tako da transakcijske stroške nosijo vlagatelji, ki kupujejo oziroma prodajajo delnice sklada, in ne vsi vlagatelji. Te spremembe cene naj bi, če jih vlagatelji pravilno razumejo, slednje spodbudile, da svoja vplačila in izplačila prilagodijo tako, da prispevajo k stabilizaciji neto tokov investicijskega sklada. Mehanizem *swing pricing* je mogoče uporabiti za vsa vplačila in izplačila, ki jih opravijo vlagatelji (*full swing pricing*), ali pa samo za tista, ki presega določen prag (*partial swing pricing*). Pri slednjem se določi prag mehanizma, tako da se vsakič, ko neto odlivi presežejo ta prag, ČVS investicijskega sklada popravi navzdol, in obratno. Pragi so lahko spremenljivi, tako da se tudi mehanizem sam prilagaja tržnim/likvidnostnim razmeram, s čimer se omejuje optimizacijsko vedenje vlagateljev (tj. preprečuje, da bi vlagatelji pričakovali uporabo mehanizma in ravnali temu ustrezno). Pri polni uporabi mehanizma se ČVS prilagaja ves čas, odvisno od tega, ali sklad beleži neto prilive ali neto odlive. Mehanizem *swing pricing* je orodje, s katerim je mogoče učinkovito vplivati na vplačila in izplačila vlagateljev, stabilizirati donose sklada ter zmanjšati verjetnost izrabe „prednosti prvega“ in prisilnih prodaj. Vseeno bodo tisti vlagatelji, ki so trdno odločeni izstopiti iz sklada, to tudi storili, četudi bodo morali plačati stroške „zanihane“ (*swing*) cene. Ker lahko obstaja več ČVS, je lahko izvajanje mehanizma precej zapleteno in drago, tako da za majhne investicijske sklade ni vedno izvedljivo.

**Podobno morajo pri dajtvah proti razvodenitvi (*anti-dilution levies*) vlagatelji investicijskemu skladu plačati dodatno provizijo, ko kupijo ali prodajo delnice tega sklada.** Vplačila v sklad in izplačila iz njega lahko vplivajo na vrednost investicijskega sklada. To še posebej velja v primerih, ko se delnice investicijskih skladov ne prenašajo preprosto med usklajenimi prodajalci in kupci, ampak mora upravitelj sklada zaradi neusklajenosti prodajalcev in kupcev kupiti ali prodati instrumente v portfelju. To pomeni plačilo transakcijske provizije, davka in likvidnostnih stroškov, ki vplivajo na ČVS investicijskega sklada in vodijo v razvodenitev. Dajatev proti razvodenitvi pokriva vse te stroške.

**Mehanizem *swing pricing* in dajatev proti razvodenitvi odvrata od procikličnega vedenja, vendar samo mehanizem spodbuja proticiklično vedenje.** Dajatev proti razvodenitvi – za razliko od mehanizma – ne spodbuja k proticikličnemu vedenju (tj. vplačilo v fazi izplačil), saj vlagatelji v tem primeru ne izkoristijo ugodnejše prodaje ali višje cene izplačila, ki nastane z mehanizmom *swing pricing*. Niti dajatev proti razvodenitvi niti mehanizem *swing pricing* ne ustvarjata dodatnih stroškov za investicijski sklad, spremeni se samo način, kako se stroški prenašajo na vlagatelje.

### Naknadna orodja za upravljanje likvidnosti

**Z omejitvijo izplačil (odložena izplačila) se izplačila začasno odložijo.** Omejitev izplačil (*redemption gate*) je začasen odlog pravice delničarjev, da unovčijo svoje delnice. Odlog je lahko popoln, kar pomeni, da vlagatelji sploh ne morejo unovčiti svojih delnic, ali pa delen, pri katerem vlagatelji lahko unovčijo samo določen delež svojih delnic. Omejitev izplačil je lahko zasnovana tudi tako, da se v primeru, ko zahteve za izplačilo presežejo določen prag (npr. 10 % ČVS za investicijski sklad, ki omogoča dnevna ali tedenska izplačila), družba za upravljanje lahko odloči, da bo vse

<sup>(1)</sup> Ker je prilagoditve ČVS mogoče opraviti naknadno, je orodja mogoče obravnavati tudi kot hibridna, tj. kot orodja, ki so v ustanovitvenih dokumentih sklada vključeni vnaprej, aktivirajo pa se naknadno.

<sup>(2)</sup> Dodatno ključno orodje za upravljanje likvidnosti predstavljajo stresni testi. Z njimi se namreč testirajo upravljalne prakse v pomembnih stresnih dogodkih, ki bi lahko povzročili hude likvidnostne težave v skladu. Ker za stresno testiranje obstaja ločeno priporočilo, se tu ne obravnava (glej priporočilo C).

<sup>(3)</sup> Mehanizem *Swing pricing* uporabljajo skladi z eno samo ceno, medtem ko imajo skladi z dvema cenama podobne mehanizme, ki upravitelju dopuščajo, da določi, kje naj bo trgovalna cena fiksirana med ceno, ki jo vlagatelj plača ob vstopu v sklad, in ceno, ki jo prejme ob izstopu, tako da stroške transakcij sklada nosijo vlagatelji, ki v sklad vstopajo oziroma iz njega izstopajo.

zahteve za izplačilo nad tem pragom prenesla v naslednje obdobje izplačil. V zaostrenih tržnih razmerah dobijo upravitelji skladov z omejitvijo izplačil več časa in manevrskega prostora za odziv na zahteve za izplačilo in lahko urejeno prodajo sredstva v portfelju. S tem se lahko zmanjša tveganje prisilne prodaje.

**Izplačilo v naravi (*redemption-in-kind*) upravitelja sklada osvobaja prisile, da v primeru obsežnih izplačil likvidira velike količine premoženja.** Namesto tega se lahko odloči, da vlagatelja ne izplača v denarju, ampak nanj prenese vrednostne papirje. Ker lahko velika nenačrtovana prodaja sredstev močno vpliva na trg, je z izplačilom v naravi mogoče zaščititi vlagatelje, ki ostanejo v investicijskem skladu, pred visokimi likvidacijskimi stroški, ki bi nastali z izplačilom v denarju. Ta mehanizem je lahko primeren za zahteve za izplačilo, ki jih oddajo institucionalni vlagatelji. Manj pa je primeren za male vlagatelje, saj investicijski sklad ne more vedno v naravi izplačati posamezne delnice, če že, pa bi zaradi tega lahko nastali visoki operativni stroški in upad ugleda. Čeprav vlagatelji lahko prodajo v naravi izplačana sredstva na enak način kot upravitelji sklada, v tem primeru sami nosijo stroške takšne prodaje, namesto da bi se ti razpršili na vse vlagatelje v investicijskem skladu. Obenem bi bil vpliv na trg (in s tem na finančno stabilnost) lahko enak ne glede na to, ali sredstva prodaja investicijski sklad sam ali pa vlagatelji.

**„Stranski žepi“ (*side pockets*) omogočajo ločitev nelikvidnih naložb od preostalih likvidnih naložb investicijskega sklada.** Ta pristop ima dve prednosti. Prvič, vlagatelji, ki potrebujejo likvidnost, lahko še vedno unovčijo likvidni del naložb investicijskega sklada, pri čemer so stroški likvidacije predvidoma nizki. Drugič, pristop ščiti interese vlagateljev, ki želijo ostati v investicijskem skladu, saj upravitelj sklada v primeru velikih zahtev za izplačilo ni prisiljen likvidirati sredstev po tržni ceni ali pod njo. Stranski žepi so zato posebej primerni takrat, ko imajo vlagatelji sklada različne interese, tj. nekateri želijo ostati v skladu, drugi pa izstopiti. Pravila o tem, v kakšnih okoliščinah se sme ustvariti stranski žep, so v državah članicah različna.

**Izplačilni roki (*notice periods*) dajejo upraviteljem skladov dodaten manevrski prostor za upravljanje likvidnosti.** Izplačilni rok pomeni, koliko vnaprej morajo vlagatelji obvestiti upravitelja sklada, da želijo unovčiti svojo naložbo. Pogosto so določeni že v ustanovitvenih dokumentih investicijskega sklada in dajejo upraviteljem več časa, da izpolnijo zahteve za izplačilo, ne da bi morali sredstva prodati takoj in po nižji ceni.

**Začasna prekinitev izplačil (*suspension of redemption*) je instrument, ki se uporabi v skrajni sili v času likvidnostne krize.** Deluje kot zavora, s katero upravitelj sklada v času finančnih pretresov pridobi čas, da urejeno likvidira sredstva. Namesto da bi se moral odločiti v naglici in likvidirati za vsako ceno, upravitelj sklada dobi dodaten čas, da poišče optimalno rešitev. Poleg tega v tem dodatnem času lahko vlagateljem bolje predstavi razloge za pretrese in tako prepreči paniko. Začasna prekinitev zaradi tega velja kot pomembno orodje za upravljanje obsežnih izplačil med krizo. Vendar pa lahko močno vpliva na premoženje vlagateljev, ki zaradi njegove uporabe ne morejo unovčiti svojih naložb. Poleg tega obstaja nevarnost, da bolj izkušeni vlagatelji predvidijo začasno prekinitev izplačil in skušajo svoje naložbe unovčiti pred ostalimi (v nasprotju z namenom orodja, da zmanjša prednost prvega), s čimer lahko v skrajnem primeru sprožijo celo naval na sklad.

#### **Priporočili A(2) in A(3) – nadaljnje določbe o pristojnih nacionalnih organih in vlogi organa ESMA pri začasni prekinitvi izplačil s čezmejnimi posledicami za finančno stabilnost, ki jo odredijo pristojni nacionalni organi**

**Začasna prekinitev izplačil je edino orodje, ki je na voljo v vseh državah članicah.** Načeloma je za odločitev o njegovi uporabi v prvi vrsti odgovoren upravitelj sklada, ki odločitev lahko sprejme po prosti presoji (glej okvir 2). Vseeno jo lahko odredijo tudi pristojni nacionalni organi, in sicer tako za KNPVP kot tudi za AIS, če je to v interesu imetnikov enot skladov ali javnosti.

**Upravitelji skladov se lahko odločijo, da ne bodo začasno prekinili izplačil, če ne uspejo internalizirati učinkov obsežnih izplačil na stabilnost finančnega sistema.** Včasih že naval na en sam investicijski sklad zadošča, da povzroči paniko med vlagatelji in sproži velike umike iz drugih skladov. Zato imajo investicijski skladi lahko hude likvidnostne pritiske in so včasih prisiljeni, da prodajo precejšnje količine svojih sredstev. Če so prizadeti skladi sorazmerno veliki glede na trg ali sektor, lahko cene sredstev močno upadejo in zdrsijo v navzdol usmerjeno spiralo. Zato je preprečevanje navalov na sklade in velikih prisilnih prodaj, ki jim sledijo, izjemnega pomena za splošno finančno stabilnost.

**Mogoče je, da se upravitelj sklada začasno prekinitev izplačil ne odloči zaradi tveganja ugleda.** Ena glavnih ovir za uporabo začasne prekinitve izplačil je morebiten negativni vpliv na ugled upravitelja sklada. Ker je prekinitev izplačil mogoče zlahka razumeti kot posledico slabega upravljanja likvidnosti s strani upravitelja sklada, lahko vlagatelji trajno izgubijo zaupanje v njegovo strokovnost. Zato se upravitelj lahko odloči, da ne bo začasno prekinil izplačil, čeprav bi bilo to v kolektivnem interesu vseh vlagateljev v investicijski sklad. V nekaterih drugih primerih se upravitelji skladov lahko odločijo, da ne bodo začasno prekinili izplačil, ker verjamejo, da to ne bi bilo v interesu vlagateljev. V takih primerih, v katerih se upravitelji skladov ne odločijo za časno prekinitev, čeprav bi bila ta z makrobonitetnega vidika upravičena, bi morali pristojni nacionalni organi uporabiti pooblastilo, da zahtevajo časno prekinitev izplačil.

**Zaradi možnosti čezmejnega upravljanja storitev v Uniji z enotnim potnim listom (*passporting*) bi pristojni nacionalni organi morali dobiti pristojnosti, da odredijo časno prekinitev izplačil.** Enotni potni list družbam za upravljanje KNPVP in AIS omogoča, da točke ali delnice svojih skladov tržijo v celotnem Evropskem gospodarskem prostoru (EGP). Upraviteljem teh skladov dopušča tudi čezmejno upravljanje skladov. Če je investicijski sklad ustanovljen v eni državi članici, medtem ko ima družba za upravljanje KNPVP ali AIS sedež v drugi državi članici, včasih ni jasno, kateri pristojni nacionalni organ je pristojen za upravljanje začasne prekinitve izplačil ali kdaj naj ta organ posreduje in odredi časno prekinitev. Ker pristojnosti niso jasno določene, je mogoče, da bi bili ukrepi v času zaostrenih razmer ali takrat, ko se tržne razmere hitro spreminjajo, sprejeti prepozno ali v premajhnem obsegu. Deljene pristojnosti in/ali možnost, da ima pristojnost slabše obveščeni organ, bi zato lahko imele neželene negativne posledice. V izogib temu se Komisiji priporoča, da predlaga, da se v relevantni zakonodaji Unije jasno opredelijo vloge in pristojnosti pristojnih nacionalnih organov.

**V primerih, ko obstajajo čezmejne posledice za finančno stabilnost, bi morali biti drugi relevantni organi, kot sta ESMA in ESRB, obveščeni, preden pristojni organ uporabi svoja pooblastila in odredi časno prekinitev izplačil.** Ker enotni potni list omogoča čezmejno trženje skladov v celotnem EGP, lahko odreditev začasne prekinitve izplačil neposredno vpliva na vlagatelje in trge, za katere so pristojni drugi relevantni organi. Zato ima odreditev začasne prekinitve izplačil iz določenega investicijskega sklada lahko posledice za finančne trge in zaupanje vlagateljev v drugih jurisdikcijah. Če relevantni organi niso obveščeni, jih takšne tržne reakcije lahko presenetijo in upočasnijo regulativno ukrepanje. Da bi bilo mogoče zmanjšati tveganja za finančno stabilnost, se Komisiji priporoča, da predlaga, da se v relevantni zakonodaji Unije vključi obveznost predhodnega obvestila relevantnih organov. Ta obveznost bi morala biti formulirana tako, da pristojnim nacionalnim organom ne preprečuje takojšnjega ukrepanja v primeru krize.

**Kadar obstajajo čezmejne posledice za finančno stabilnost, bi moral organ ESMA pomagati z nasveti ter olajševati in usklajevati dejavnosti pristojnih nacionalnih organov, ko uporabijo pooblastilo začasne prekinitve izplačil.** Organ ESMA bi moral opravljati usklajevalno in svetovalno vlogo, upoštevajoč nacionalne posebnosti, in zagotavljati enake pogoje delovanja za pristojne nacionalne organe, ki uporabijo pooblastilo za časno prekinitev izplačil, s ciljem zmanjšati tveganja za finančno stabilnost. V okviru te usklajevalne vloge bi moral prevzeti tudi vodilno vlogo pri splošnih praktikalijah, ki jih morajo pri uporabi pooblastila upoštevati pristojni nacionalni organi. Poleg tega trenutno ne obstaja homogena in natančna definicija javnega interesa. Organ ESMA bi si moral prizadevati, da vsi pristojni nacionalni organi enako razumejo, kako so relevantne določbe direktiv 2009/65/ES in 2011/61/EU povezane s finančno stabilnostjo in sistemskim tveganjem, ne da bi regulatorji zaradi tega postali predvidljivi in bi se ustvarjal moralni hazard. S takšnimi določbami se bo časna prekinitev izplačil uporabljala bolj enotno, hkrati pa se bo okrepila tudi predstava, da bi prekinitev morala postati uporabno orodje za zmanjševanje tveganj za finančno stabilnost.

### II.1.2 Neželeni učinki

**Obstaja tveganje, da bi dobro obveščeni institucionalni vlagatelji predvideli aktiviranje določenega orodja.** S tem bi se lahko zmanjšala ali ovirala njegova učinkovitost, saj bi vlagatelji skušali ukrepati, še preden je orodje dejansko aktivirano. V določenih okoliščinah bi pričakovanje, da bo orodje aktivirano, lahko privedlo celo do scenarija z navalom na sklad in tako ustvarilo likvidnostno spiralo. Iz tega razloga v napotkih ne bi smelo biti nobenega avtomatizma in preskriptivnosti.

**Orodja za upravljanje likvidnosti so lahko koristna, kadar zaostrene razmere na trgu vztrajajo dalj časa.** Odvisno od tržnih razmer je mogoče, da bi se z naknadnimi oz. *ex post* orodji likvidnostni problem samo odložil, saj bi se z njimi izplačila zgolj odložila za nekaj časa (npr. omejitev oz. odlog izplačil). Če zaostrene tržne razmere trajajo dalj časa, se problem z njimi ne reši in zato ne morejo nadomestiti strukturnih ukrepov, kakršni so na primer ukrepi za obravnavo čezmernih likvidnostnih neskladij.

## II.2 Priporočilo B – dodatne določbe za zmanjšanje čezmernih likvidnostnih neskladij

### II.2.1 Ekonomski razlogi in predvideni učinki

**Investicijski skladi, ki upravljajo sredstva, ki so inherentno manj likvidna, ne ustvarjajo nujno nevarnosti za finančno stabilnost.** Omogočanje dostopa do številnih različnih razredov sredstev povečuje učinkovitost trga, saj odpira več naložbenih priložnosti in za izdajatelje takšnih sredstev izboljšuje dostop do financiranja. Z vidika

ekonomske politike se z dovoljenjem, da investicijski skladi vlagajo v razrede sredstev, s katerimi se trguje manj aktivno, kot so zasebni lastniški kapital, podjetniške obveznice ali posojila brez bonitetne ocene, povečuje tudi raznolikost financiranja v gospodarstvu. To hkrati sovпада z zahtevami vlagateljev, da se zaradi dolgega obdobja nizkih donosov ustvarijo dodatne naložbene priložnosti.

**Tveganja za finančno stabilnost se pojavijo, kadar obstaja veliko neskladje med likvidnostjo teh sredstev in likvidnostjo, ki je vlagateljem ponujena v skladu z izplačilno politiko skladov.** V primerjavi z investicijskimi skladi, ki vlagajo v likvidna sredstva in pri katerih bi samo veliko število izplačil vplivalo na tržne cene, bi pri tovrstnih skladih že obveznost, da mora sklad prodati manjše število manj likvidnih sredstev (ob možnosti, da se sklad začasno zapre), lahko močno okrepila padec cen na trgu. Obstoj pogostih točk izplačil je še posebej problematičen, če vlagatelji zaradi tega precenijo likvidnost sredstev v imetju investicijskih skladov, v katere so investirali. Zaradi tega bi bili npr. vlagatelji z vzvodom lahko prisiljeni v hitro in podcenjeno prodajo.

**Tveganja, povezana s prisilno prodajo, bi se morala zmanjšati, če je politika izplačil odprtih investicijskih skladov strukturno usklajena z likvidnostnim profilom sredstev sklada.** Pri vlaganju v manj likvidna sredstva imajo upravitelji na voljo več različnih možnosti. Na strani sredstev bi se tako npr. z omejitvijo deleža manj likvidnih sredstev, v katera lahko vlaga upravljavec, izboljšala sposobnost upravljavca sklada, da izplačila izvaja tudi ob zaostrenih razmerah na trgu. Z zahtevo, da mora biti na voljo dovolj likvidnih sredstev, bi se zmanjšala „prednost prvega“ in tveganje navala na sklad. Poleg tega, da se na ravni posameznega sklada odpravi čezmerno likvidnostno neskladje, bi se s tem zmanjšal tudi obseg skupinskega prodajanja in omejilo tveganje prisilnih prodaj. In končno, zmanjšala bi se tudi verjetnost sistemskih dogodkov in njihova intenzivnost.

**S povečanjem sposobnosti investicijskih skladov, da izvajajo izplačila v zaostrenih tržnih razmerah, se hkrati zmanjša verjetnost, da bodo prisiljeni začasno prekiniti izplačila.** Z izboljšanjem strukturne odpornosti investicijskih skladov bi se preprečilo tudi pretirano zanašanje na dodatna orodja za upravljanje likvidnosti, saj nekateri komentariji v medijih izrecno izpostavljajo prav možne neželene posledice uporabe orodja začasne prekinitve<sup>(1)</sup>.

**Na strani obveznosti bi upravitelji lahko sprejeli politike izplačil in zmanjšali pogostost izplačil, ki jih omogoča investicijski sklad, in/ali uvedli izplačilne roke za vlagatelje, ki želijo izstopiti iz sklada.** V primeru neobičajno velikih odlivov bi z omejitvijo izplačil upravitelj dobil več časa, da likvidira sredstva in izpolni zahteve za izplačilo. Hkrati bi tudi trg dobil več časa, da najde rešitev za negotovosti, ki povzročajo odlive, ali pa da negotovosti s časom minejo (kot npr. v primeru britanskih nepremičninskih skladov). V nekaterih primerih bi to omogočilo tudi eno ali drugo obliko širšega posredovanja s strani organov, s čimer bi se sprostila neposredna napetost na trgu. V primeru izplačilnih rokov bi vlagatelji zato, ker imajo vnaprej določen rok izplačila, lažje načrtovali svoje lastno likvidnostno stanje, česar začasna prekinitve izplačil ne omogoča.

**En primer skladov, v katerih lahko obstaja veliko likvidnostno neskladje, so nepremičninski skladi.** Ti navadno vlagajo v manj likvidna osnovna sredstva in so nagnjeni k velikim likvidnostnim neskladjem, če imajo odprto strukturo sklada. Sistemsko tveganje bi lahko nastalo zaradi kombinacije likvidnostnega neskladja in uporabe finančnega vzvoda. Vlagatelji, ki bi izstopili zgodaj, bi lahko izkoristili prednost prvega ter s tem sprožili naval na sklad, saj imajo tovrstni investicijski skladi pri roki manj likvidnih sredstev za takojšnja izplačila. Zaradi vzvoda bi bil upravljavec tako prisiljen, da odproda večji delež portfelja, kar bi negativno vplivalo na ceno sredstev v portfelju. Sčasoma bi ti investicijski skladi lahko okrepili in razširili tveganja po ostalem finančnem sistemu<sup>(2)</sup>. V primeru britanskih nepremičninskih skladov je začasna prekinitve izplačil prispevala k temu, da po referendumu o članstvu v EU ni prišlo do vsesplošne hitre prodaje poslovnih nepremičnin (glej okvir 3). Kot je izpostavila britanska centralna banka, pa vseeno obstaja osnovna ranljivost, ki bi se lahko pojavila zaradi likvidnostnega neskladja med sredstvi in obveznosti investicijskih skladov. Prihodnji šoki na trgu poslovnih nepremičnin bi lahko sprožili cikle izplačil, začasnih prekinitvev izplačil in podcenjenih prodaj.

<sup>(1)</sup> Za nekaj primerov možnih neželenih posledic, povezanih z nedavnimi gibanji britanskih nepremičninskih skladov, glej <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brex-it-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> ali <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>.

<sup>(2)</sup> Bank of England, „Financial Stability Report – November 2016“.

### Okvir 3: Nepremičninski skladi – primer britanskih nepremičninskih skladov

**Nepremičninski skladi v Uniji imajo drugačne značilnosti.** Nepremičninski skladi navadno vlagajo v manj likvidno premoženje, kot so nepremičnine, lastninske pravice nad nepremičninami in lastniški deleži v nepremičninskih družbah. V nekaterih jurisdikcijah so dovoljeni samo zaprti nepremičninski skladi, pri katerih lahko vlagatelji unovčijo enote samo ob vnaprej določenih ročnostih in navadno samo na datum izteka investicijskega sklada. V drugih jurisdikcijah pravila investicijskih skladov in ponudbena dokumentacija odprtih struktur dajejo vlagateljem pravico, da pogosteje zahtevajo izplačila svojih enot premoženja sklada. To lahko vodi v obsežne transformacije likvidnosti, še zlasti, če ti investicijski skladi omogočajo tedenska ali dnevna izplačila.

**En takšen primer negotovosti v zvezi z nepremičninskimi skladi je bilo mogoče opazovati v Združenem kraljestvu po referendumu o članstvu v EU 23. junija 2016.** Od julija do decembra 2016 je večje število izmed 19 uradno pooblaščenih britanskih skladov CIS <sup>(1)</sup>, ki vlagajo neposredno v nepremičnine, uvedlo takšne ali drugačne posebne likvidnostne ukrepe. Približno osem mesecev pred referendumom so cene na britanskem nepremičninskem trgu padale, vlagatelji pa so zapuščali investicijske sklade. Zaradi izida referenduma v prid izstopa iz EU se je število zahtev za izplačilo povečalo. Kakih 15 investicijskih skladov, ki omogočajo dnevna vplačila in izplačila, je skupno zabeležilo izplačila v višini 4,1 % ČVS, v enem primeru pa celo 8 % ČVS sklada. Obenem je deset investicijskih skladov izvedlo prilagoditev vrednotenja po pošteni vrednosti v višini od 4 % do 15 %.

**Prizadeti investicijski skladi so ubrali različne pristope k uporabi orodij za upravljanje likvidnosti.** V prvem tednu julija je šest skladov z dnevnimi vplačili in izplačili, ki so predstavljali približno 14,6 milijarde GBP premoženja, začasno prekinilo izplačila (trije so izvedli tudi prilagoditev vrednotenja po pošteni vrednosti). En investicijski sklad je ponovno začel izvajati vplačila in izplačila potem, ko je uvedel ukrepe proti razvodenitvi premoženja, da bi upošteval znižanje cene, ki je bilo nujno za hitro prodajo več nepremičnin. Drugi upravitelji so v svojih skladih začasno prekinili izplačila, dokler niso ocenili, da so se razmere glede vrednotenja sredstev zadosti razjasnile. Po pravilih britanskega regulatorja za ponudnike finančnih storitev FCA (*Financial Conduct Authority*) mora upravitelj sklada ponovno pregledati razloge za začasno prekinitev vsaj vsakih 28 dni, vendar pa ni omejitve, kako dolgo lahko traja začasna prekinitev izplačil.

**Obseg zahtev za izplačilo se je od sredine julija ponovno začel zniževati na normalno raven. Tisti investicijski skladi, ki so začasno prekinili izplačila, so postopno začeli ponovno trgovati, zadnji med njimi sredi decembra.** Pri investicijskih skladih, ki so ponujali mesečna ali četrletna izplačila, se število zahtev za izplačilo bodisi ni povečalo ali pa so imeli dovolj denarnih in drugih likvidnih sredstev, da so lahko zadovoljili povpraševanje.

**Ta gibanja so vplivala na nekatere investicijske sklade, vezane na enoto, sicer pa se okužba ni razširila na druge razrede premoženja.** Začasna prekinitev vplačil in izplačil je prizadela nekatere na enoto vezane investicijske sklade, ki so vlagali v kolektivne naložbene sheme (CIS), da bi dobili izpostavljenost do nepremičnin kot razreda premoženja. Od teh jih je 59, katerih skupno premoženje v upravljanju je znašalo 2 milijardi GBP, vlagalo v sheme CIS, ki so začasno prekinile vplačila in izplačila. Nekateri so zaradi tega imeli težave pri izpolnjevanju nepogodbenih obveznosti, kot so odpovedi zavarovalnih polic ali prenosi pokojnin na drugega ponudnika, medtem ko njihova sposobnost, da opravljajo izplačila bodisi ob zapadlosti ali ob smrti zavarovane osebe, ni bila prizadeta.

**Britanska centralna banka Bank of England je tveganja okužbe izpostavila v svojem poročilu o finančni stabilnosti iz julija 2016 <sup>(2)</sup>.** Vendar pa se je zaradi narave tržnega dogodka zmanjšalo tveganje, da bi ta dogodek imel sistemske posledice. Šok ni bil široko razširjen kreditni dogodek, temveč predvsem na Združeno kraljestvo omejen dogodek, ki je prizadel cene nepremičnin. Poleg tega so se z uporabo orodij, ki so investicijskim skladom že na voljo, bistveno omejile posledice izplačil iz skladov z dnevnim trgovanjem. Še več, vrednost prizadetih investicijskih skladov je bila majhna: po obsegu premoženja v upravljanju so pooblaščenepremičninske sheme CIS predstavljale približno 2,7 % britanskih odprtih investicijskih skladov (949,7 milijarde GBP). Na agregatni ravni imajo vsi odprti investicijski skladi približno 35 milijard GBP v poslovnih nepremičninah, kar je manj kot 10 % trga (683 milijard GBP).

<sup>(1)</sup> CIS (*collective investment scheme*, kolektivna naložbena shema) so alternativni investicijski skladi (AIS) na podlagi Direktive 2011/61/EU, vendar zanje veljajo predpisi Združenega kraljestva in morajo dovoljenje za opravljanje storitev pridobiti v skladu z britansko zakonodajo.

<sup>(2)</sup> Bank of England, „Financial Stability Report – November 2016“.



**Drug primer je, ko obvezniški skladi vlagajo v vrednostne papirje nenaložbenega razreda ali brez bonitetne ocene, kar lahko ustvarja pomembna likvidnostna neskladja.** Decembra 2015 je velik ameriški obvezniški sklad z visoko donosnostjo objavil, da bo likvidiral svoj portfelj in začasno prekinil izplačila. Upravitelj sklada je ocenil, da zaradi zahtev vlagateljev za izplačila, do katerih je prišlo v kontekstu splošnega zmanjšanja likvidnosti na trgih s fiksno donosnostjo, ni mogoče zbrati dovolj denarnih sredstev za vsa izplačila brez prodaje premoženja sklada po znižani ceni, kar bi škodilo preostalim delničarjem sklada. Razlog za to je bila inherentna nizka likvidnost imetij investicijskega sklada, kot so podjetniške obveznice z boniteto CCC ali manj oz. brez bonitetne ocene (imenovane tudi problematični vrednostni papirji (*distressed securities*)) v povezavi z majhnim obsegom denarnih in drugih likvidnih sredstev.

**V večini investicijskih skladov v Uniji ni velikih likvidnostnih neskladij.** Za delniške sklade na primer velja, da transformacijo likvidnosti opravljajo v omejenem obsegu <sup>(1)</sup>, saj večina delnic, ki kotirajo na borzi, velja za likvidne celo v zaostrenih razmerah. Podobno tudi podatki za obvezniške sklade nakazujejo, da se morajo ti odločati med likvidnostjo in transformacijo ročnosti <sup>(1)</sup>. Investicijski skladi, ki se usmerjajo na manj likviden podjetniški dolg, navadno vlagajo v vrednostne papirje s podpovprečno ročnostjo, medtem ko investicijski skladi, ki vlagajo v bolj likvidne državne obveznice, navadno vlagajo v bolj dolgoročna sredstva. Investicijski sklad, ki vlaga v dolgoročna likvidna sredstva, ta navadno lahko proda kadar koli, medtem ko je sklad, ki vlaga v kratkoročna manj likvidna sredstva, načeloma zmožen pogosto podaljševati svoj portfelj, s čimer omejuje likvidnostno transformacijo <sup>(2)</sup>.

**Po drugi strani največja likvidnostna neskladja nastajajo pri odprtih alternativnih investicijskih skladih, ki vlagajo v sredstva, ki so inherentno manj likvidna.** To velja zlasti za nepremičninske sklade, ki predstavljajo 5 % vseh investicijskih skladov v Evropi (658 milijard EUR). So večinoma odprti skladi in izpostavljeni likvidnostnim neskladjem, kot je predstavljeno v publikaciji ESRB Shadow Banking Monitor (tabeli 1 in 2). Sektor nepremičninskih skladov je v zadnjih letih poleg tega pridobil na pomembnosti, saj se je njihovo premoženje v upravljanju v dveh letih (do zadnjega četrtertletja 2016) povečalo za 34 %, v primerjavi z 19-odstotnim povečanjem v preostali panogi skladov. Shadow Banking Monitor prav tako kaže, da hedge skladi (436 milijard EUR) izvajajo transformacijo likvidnosti, odvisno od njihove strategije. Za primerjavo so posojilni skladi še vedno panoga v nastajanju (26 milijard EUR).

Tabela 1

## Transformacija likvidnosti v investicijskih skladih

Vrsta sklada	Obvezniški skladi	Hedge skladi	Nepremičninski skladi	Investicijski skladi, ki kotirajo na borzi	Zasebni naložbeni skladi
	●	●	●	●	○

Legenda uporabljenih barv: ● = veliko; ● = srednje; ● = malo; ○ = malo verjetno ali zanemarljiv obseg transformacije likvidnosti

Tabela 2

## Premoženje investicijskih skladov v euroobmočju (v bilijonih EUR)

	Dec-14	Jun-15	Dec-15	Jun-16	Dec-16	Mar-17	Apr-17
<b>Obvezniški skladi</b>	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
<b>Skladi lastniškega kapitala</b>	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
<b>Hedge skladi</b>	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
<b>Mešani skladi</b>	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

<sup>(1)</sup> Glej „EU Shadow Banking Monitor“, ESRB, št. 2, 2017.

<sup>(2)</sup> Glej „EU Shadow Banking Monitor“, ESRB, št. 1, 2016.

	Dec-14	Jun-15	Dec-15	Jun-16	Dec-16	Mar-17	Apr-17
<b>Nepremičninski skladi</b>	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
<b>Skupaj</b>	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

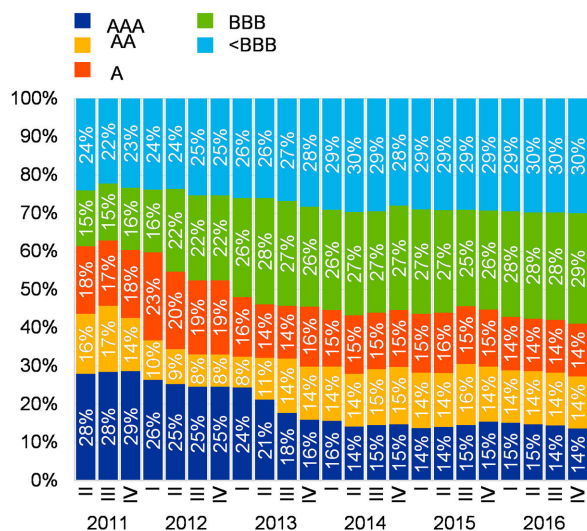
Vzorec, ki ga opažamo zadnjih nekaj let, kaže, da nekateri obvezniški skladi v Uniji, vključno s KNPVP, premikajo premoženje iz dolžniških vrednostnih papirjev z višjo bonitetno oceno v takšne z nižjo oceno, s čimer pridobivajo izpostavljenost do daljših ročnosti in prevzemajo višje kreditno tveganje. Najpomembnejše pri tem je, da visokodonosni investicijski skladi predstavljajo 19 % premoženja obvezniških skladov in pri tem – odvisno od strukturnih in cikličnih dejavnikov tržne likvidnosti, kot je omenjeno zgoraj – ni mogoče izključiti možnosti, da investicijski skladi prej ali slej postanejo izpostavljeni likvidnostnim neskladjem, čeprav morda samo začasno. Vseeno je v odsotnosti poenotenih podatkov na ravni Unije težko izmeriti, kako pomembno je to vprašanje in koliko lahko KNPVP prispevajo k tveganjem za finančno stabilnost (glej okvir 4).

#### Okvir 4: Možna izpostavljenost KNPVP likvidnostnim neskladjem

Direktiva 2007/16/ES od KNPVP zahteva, da vlagajo predvsem v likvidna sredstva. Vendar se likvidnost nekaterih primernih sredstev v zaostrenih tržnih razmerah lahko zmanjša in te sklade izpostavi likvidnostnim neskladjem. To še posebej velja za visokodonosne obvezniške sklade. Zato je IOSCO nedavno začel posvetovanje o tem, ali bi skladi, med njimi tudi KNPVP, morali imeti dodatne mehanizme za upravljanje likvidnosti (1).

#### Obvezniški skladi v Uniji: povprečna boniteta imetij skladov

(odstotek skupnih sredstev, zadnji podatek: IV 2016)



Viri: Thomson Reuters Lipper, ESMA in Standard & Poor's.

Splošni vzorec, ki se pojavlja od leta 2009 dalje, kaže, da nekateri obvezniški skladi v Uniji prenašajo svoja sredstva iz dolžniških vrednostnih instrumentov z višjo bonitetno oceno v takšne z nižjo, hkrati pa podaljšujejo ročnost svojih portfeljev. Čeprav se je ta premik v naložbenem vzorcu v zadnjih nekaj letih upočasnil, še vedno pomeni, da so ti skladi zdaj bolj izpostavljeni spremembam v donosnosti obveznic. Zaradi manjše likvidnosti portfeljev in manjših imetij denarnih sredstev je mogoče, da bi po velikih zahtevah za izplačilo obvezniški skladi težje, tj. ne da bi povzročili prelive na obvezniške trge, ponovno uravnotežili svoje portfelje.

**Kljub znakom povišanega prevzemanja tveganj v času zmanjšane likvidnosti na obvezniških trgih (2) je zaradi pomanjkanja podrobnih podatkov o sredstvih KNPVP (npr. o likvidnosti) in njihovih obveznostih nemogoče celovito oceniti tveganje za finančno stabilnost.** Poročevalske obveznosti za družbe za upravljanje KNPVP, kot so predvidene v priporočilu D, so nujne za oceno pomembnosti tega tveganja. Za to sta potrebna zbiranje in izmenjava podrobnih in harmoniziranih podatkov. Če pa vseeno obstajajo analitični dokazi, ki kažejo, da so nekateri deli sektorja skladov KNPVP izpostavljeni velikim likvidnostnim neskladjem, bo morda treba ponovno preučiti obseg priporočila B in vključiti nekatere naložbene produkte, ki so specifični za KNPVP.

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

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

**Odbor za finančno stabilnost (FSB) svetuje<sup>(1)</sup>, da naj bodo sredstva in naložbene strategije investicijskih skladov skladni s pogoji, ki urejajo izplačila enot investicijskih skladov**, in sicer tako ob ustanovitvi sklada kot tudi ves čas njegovega delovanja (za nove in obstoječe investicijske sklade). Pri tem morajo upoštevati pričakovano likvidnost sredstev in vedenje vlagateljev v normalnih in zaostrenih tržnih razmerah.

**Dodatne določbe na tem področju bi bile skladne z obstoječim okvirom iz Direktive 2011/61/EU**, ki že zahteva usklajenost naložbene strategije, likvidnostnega profila in politike izplačil investicijskega sklada ter uvaja ustrezne omejitve pri upravljanju likvidnosti in stresne teste. Predvsem morajo biti upravitelji alternativnih investicijskih skladov v skladu z obstoječo regulativno ureditvijo sposobni svojemu pristojnemu nacionalnemu organu dokazati, da sklad ima ustrezne sisteme za upravljanje likvidnosti in učinkovite postopke na tem področju. Kljub temu ESRB na podlagi nedavnih podatkov opaza, da nekateri alternativni investicijski skladi v velikem obsegu izvajajo likvidnostno transformacijo<sup>(2)</sup>. Zato bi s tem, da takšno dokazilo postane obvezno za investicijske sklade, ki vlagajo v manj likvidna sredstva, prispevali k doseganju ciljev iz Direktive 2011/61/EU, saj bi zagotovili bolj enotno izvajanje te direktive. Med drugim bi se povečala uporaba specifičnih ukrepov za investicijske sklade, ki vlagajo v manj likvidna sredstva, npr. uvedba notranjih omejitev za manj likvidna sredstva.

**Obsežni likvidnostni transformaciji se je treba izogibati.** Nekateri države članice so v svojem nacionalnem pravnem okviru uvedle posebej prilagojene ureditve, ki določajo, pod katerimi pogoji smejo AIS upravljati sredstva, za katera se šteje, da so manj likvidna, npr. nepremičnine ali posojila. Organ ESMA je v svojem mnenju Evropskemu parlamentu, Svetu in Komisiji<sup>(3)</sup> zagovarjal stališče, da bi morali biti AIS, ki dajejo posojila, vzpostavljeni kot zaprti skladi brez pravice, da redno izplačujejo enote premoženja. V drugih jurisdikcijah so bili uvedeni strukturni ukrepi za odpravo tveganja prisilne prodaje, do katere bi prišlo v primeru množičnih zahtev za izplačilo. Na primer, če je nezanemarljiv delež portfelja nelikviden, se zaradi narave sredstev v kolektivnih naložbenih shemah (CIS) zahteva zaprta struktura. Upravitelj sklada bi možnost, da se zahteva izplačilo tekom življenjske dobe AIS, vlagateljem smel ponuditi zgolj v primeru, da so izpolnjeni določeni pogoji. To bi se moralo dogajati v fiksnih intervalih, kot je npr. določeno v Uredbi (EU) 2015/760 Evropskega parlamenta in Sveta<sup>(4)</sup>.

**To priporočilo svetuje organu ESMA, naj pripravi seznam inherentno manj likvidnih sredstev.** Trenutno v regulativi ne obstaja nobena opredelitev likvidnih ali manj likvidnih sredstev (glej okvir 5), čeprav cilj ni predlagati takšno opredelitev, temveč prispevati k uporabi enotnega pristopa pri izvajanju zgoraj omenjenih določb Direktive 2011/61/EU. Izraz „manj likviden“ priznava dejstvo, da so sredstva redko nelikvidna oziroma niso nikoli popolnoma nelikvidna.

**Ker je treba zagotoviti enoten pristop v različnih sektorjih, bi se ESMA pri pripravi seznama moral posvetovati z EBA in EIOPA.** Če kateri koli regulator določeno sredstvo označi kot likvidno ali manj likvidno, to pošlje signal udeležencem trga. Poleg tega je ne glede na to, kdo prodaja sredstvo (reguliran ali nereguliran subjekt, banka ali nebanka), izbor kupcev navadno enak v normalnih in v zaostrenih razmerah. Zato je zaželeno, da so regulativni pristopi medsebojno poenoteni<sup>(5)</sup>.

**Na seznamu inherentno manj likvidnih sredstev morajo biti sredstva, ki jih v zaostrenih tržnih razmerah ni mogoče zlahka in hitro pretvoriti v denar brez večje izgube vrednosti.** V analizi likvidnosti sredstev je med drugim treba upoštevati, koliko časa je potrebno za likvidacijo sredstva v zaostrenih tržnih razmerah, ne da bi bilo za to treba sprejeti bistveno nižjo ceno. Pri pripravi seznama mora ESMA upoštevati predvsem nepremičnine, vrednostne papirje, ki ne kotirajo na borzi (vključno z zasebnimi delnicami), posojila in druga alternativna sredstva. Sredstva, ki jih je v normalnih tržnih razmerah mogoče prodati brez velikega znižanja cene, ne bi smela biti na seznamu, saj je cilj tega priporočila rešiti strukturne težave, ki jih predstavljajo inherentno manj likvidna sredstva.

<sup>(1)</sup> FSB, „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities“, januar 2017.

<sup>(2)</sup> „EU Shadow Banking Monitor“, ESRB, november 2017.

<sup>(3)</sup> ESMA, „Key principles for a European framework on loan origination by funds“, april 2016.

<sup>(4)</sup> Uredba (EU) 2015/760 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 29. aprila 2015 o evropskih dolgoročnih investicijskih skladih (UL L 123, 19.5.2015, str. 98).

<sup>(5)</sup> Spoznanje, da morajo regulatorji pri takšnih zadevah sodelovati, je kot kaže dobro uveljavljeno (npr. člena 46(3) in 11(15) Uredbe (EU) št. 648/2012 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. julija 2012 o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov (UL L 201, 27.7.2012, str. 1), ki določa tehnike za zmanjševanje tveganj pri pogodbah z izvedenimi finančnimi instrumenti OTC, za katere kliringa ne izvaja klirinška hiša centralne nasprotnne stranke.

**Če investicijski sklad ponuja izpostavljenost manj likvidnim sredstvom, so upravitelju sklada na voljo določbe, ki jih lahko uvede za upravljanje likvidnostnega tveganja** <sup>(1)</sup>. Upravitelj bi pristojnemu nacionalnemu organu zatem moral dokazati, in sicer tako na začetku delovanja investicijskega sklada kot tudi sprotno (tj. v postopku odobritve in po odobritvi za investicijske sklade, za katere je potreben postopek odobritve), da lahko v vseh predvidljivih tržnih razmerah izvaja svojo naložbeno strategijo. Potem ko zadosti vsem predpisom, ki veljajo za dani investicijski sklad, in upoštevajoč svojo naložbeno politiko ima upravitelj na voljo različne možnosti za uskladitev naložbene strategije s profilom izplačil sklada, in sicer tako v fazi oblikovanja sklada kot tudi tekom rednega delovanja <sup>(1)</sup>. Te možnosti so naslednje:

- vrsta sklada (npr. zaprti investicijski sklad, evropski dolgoročni investicijski sklad (ELTIF));
- politika izplačil;
- naložbena politika, ki vključuje notranje omejitve za sredstva na seznamu, blažilnike likvidnih sredstev, razpršitev (po izpostavljenostih ali nasprotnih strankah) in omejitve velikosti investicijskega sklada glede na pripadajoči trg;
- uporaba dodatnih orodij za upravljanje likvidnosti;
- postopki za upravljanje likvidnostnega tveganja, ki zajemajo npr. določitev relevantnih pragov, razvrstitev sredstev v likvidnostne skupine, spremljanje koncentracije vlagateljev in pričakovane vzorce pri izplačilih.

Predvsem je treba pristojnemu nacionalnemu organu ob začetku delovanja razkriti, ali sklad uporablja notranje omejitve, ter organ obvestiti vsakič, ko se te omejitve spremenijo tekom delovanja sklada. Podatki o uporabi notranjih omejitev morajo biti na voljo tudi na zahtevo nadzornika. Razkritja vlagateljem bi bilo prav tako treba izvajati v skladu z napotki, ki naj bi jih razvil organ ESMA.

**V nekaterih primerih bi bilo predvsem za upravitelje manjših skladov lahko po nepotrebem obremenjujoče, če bi morali dokazati, da se lahko držijo naložbene strategije investicijskega sklada.** Zato bi bilo pristojnim nacionalnim organom treba pustiti nekaj svobode pri oblikovanju mehanizma, ki upraviteljem AIS omogoča, da se lahko držijo naložbene strategije sklada. Pristojni nacionalni organ bi v presoji lahko npr. upošteval stresne teste.

**V zakonodaji Unije ne obstaja ena sama opredelitev tržne „likvidnosti“, na podlagi katere bi bilo mogoče sestaviti seznam manj likvidnih sredstev.** Vsak zakonodajni akt se vprašanja likvidnosti loteva drugače, odvisno od svojega namena (glej okvir 5). En primer pristopa na nacionalni ravni je predstavljen v posvetovalnem dokumentu britanskega regulatorja FCA o nelikvidnih sredstvih in odprtih investicijskih skladih <sup>(2)</sup>, ki navaja vrsto značilnosti, skupnih nelikvidnim sredstvom:

- z njimi se ne trguje na organiziranem trgu;
- lahko obstaja veliko neskladje med ponudbo in povpraševanjem;
- pogosto mine precej časa, preden se prodajalec in kupec dogovorita za ceno in druge pogoje transakcije;
- vrednotenje sredstva je zapleteno;
- fizična sredstva se navadno prodajajo in kupujejo kot celota;
- zaradi teh dejavnikov in možnih drugih zapletov, kot so omejitve glede prostega prenosa lastništva, transakcije pogosto trajajo veliko časa.

#### Okvir 5: Likvidnost v zakonodaji Unije

**Direktiva 2007/16/ES o primernih sredstvih določa, da morajo KNPVP vlagati predvsem v likvidna sredstva. Direktiva vsebuje tudi konkretna pravila glede primernosti prenosljivih vrednostnih papirjev, instrumentov denarnega trga in izvedenih finančnih instrumentov.** Na splošno se za prenosljive vrednostne papirje in instrumente denarnega trga lahko šteje, da so likvidni, če so sprejeti na organizirani trg oziroma se na tem trgu z njimi trguje. Manj likvidna sredstva niso izrecno opredeljena, vendar se na podlagi Direktive 2009/65/ES obravnavajo kot neprimerne naložbe. To še posebej velja za fizično blago in nepremičnine.

<sup>(1)</sup> „IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration“, Consultation report, julij 2017.

<sup>(2)</sup> FCA, „Illiquid assets and open-ended investment funds“ dokument za razpravo (DP 17/1), februar 2017.

Koncept likvidnosti je omenjen tudi v več drugih pravnih aktih Unije, ki so naštetih spodaj.

- Uredba (EU) št. 909/2014 Evropskega parlamenta in Sveta <sup>(1)</sup> določa, da morajo centralne depotne družbe vlagati samo v denarna sredstva ali visoko likvidne finančne instrumente z minimalnim tržnim in kreditnim tveganjem. Vendar pa ta uredba ne podaja izrecne opredelitve likvidnosti in namesto tega priporoča, da naj ESMA, EBA in ESCB pripravijo osnutek regulativnih tehničnih standardov, v katerih so podrobno določeni finančni instrumenti, ki jih je mogoče šteti za visoko likvidne.
- Uredba (EU) 2017/1131 Evropskega parlamenta in Sveta <sup>(2)</sup> o skladih denarnega trga vsebuje prage likvidnosti za sredstva, za katera je mogoče šteti, da zagotavljajo dnevno ali tedensko likvidnost, čeprav likvidnost sama ni izrecno opredeljena. Uredba izhaja iz utemeljitve, da zgođen datum zapadlosti za sredstva daje dodatno zagotovilo, da bodo vlagatelji dobili svoj denar povrnjen.
- Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta <sup>(3)</sup> vsebuje razprave o metodologiji, ki se uporablja za izračunavanje likvidnosti v nelastniških vrednostnih papirjih, kakršne so obveznice. Organ ESMA je obravnaval dve alternativni metodi izračunavanja likvidnosti, namreč za vsak instrument posebej (*instrument-by-instrument approach*, IBIA) in po kategorijah finančnih instrumentov (*categories of financial instruments approach*, COFIA). Na koncu je v svojih regulativnih tehničnih standardih za izračunavanje likvidnosti obveznic sprejel pristop IBIA.
- Uredba (EU) št. 575/2013 Evropskega sveta in Sveta <sup>(4)</sup> opredeljuje likvidna sredstva za namene likvidnostnih blažilnikov kreditnih institucij kot edina prosto prenosljiva sredstva, ki jih je mogoče hitro pretvoriti v denar na zasebnih trgih brez pomembne izgube vrednosti. Uredba razlikuje med sredstvi izjemno visoke likvidnosti in kreditne kakovosti (sredstva prve stopnje) ter sredstvi visoke likvidnosti in kreditne kakovosti (sredstva druge stopnje). Prva stopnja vključuje sredstva, kot so denarna sredstva, depoziti pri centralni banki, obveznice držav članic ali obveznice z državnim jamstvom ter krite obveznice, ki izpolnjujejo določene pogoje. Druga stopnja vključuje obveznice tretjih držav in obveznice, ki so jih izdali javni subjekti, ter krite in podjetniške obveznice ustrezne kreditne kakovosti. Vključuje tudi visoko kakovostna listinjenja in delnice, ki so zajete v katerem od pomembnejših delniških indeksov.

**Pristop komisije ZDA za vrednostne papirje in borzo (SEC) morda predstavlja dobro izhodišče za razvoj metodologije Unije za ocenjevanje likvidnosti in pripravo seznama manj likvidnih sredstev.** SEC ne opredeljuje „nelikvidnosti“ sredstev v absolutnem smislu, temveč upošteva tudi velikost imetja teh sredstev (npr. imetja investicijskega sklada). Glej okvir 6 spodaj.

#### Okvir 6: Sestavljeni likvidnostni rezultat SEC

SEC je vprašanje likvidnosti obravnaval v nedavni rzsodbi <sup>(5)</sup>, s katero je uvedel spremembe na področju razkritja likvidnostnega tveganja odprtih investicijskih skladov. V rzsodbi je bila predstavljena nova shema za razvrščanje likvidnosti, ki likvidnost posamezne naložbe ugotavlja na podlagi števila dni, v katerih je naložbo mogoče pretvoriti v denar, ne da bi se zaradi tega bistveno spremenila tržna vrednost te naložbe. Konkretnije SEC predlaga, da razvrstitev naložbe med nelikvidne pomeni, da investicijski sklad ne more razumno pričakovati, da jo bo prodal v sedmih koledarskih dnevih, ne da bi se zaradi tega občutno zmanjšala njena tržna vrednost. Poleg tega mora investicijski sklad pri ugotavljanju, ali je naložba likvidna ali ne, upoštevati velikost pozicije ter globino trga, na katerem se z naložbo trguje.

V skladu z rzsodbo SEC morajo upravitelji skladov likvidnostno tveganje ponovno oceniti vsaj enkrat letno, pri čemer morajo upoštevati več dejavnikov, kot so strategija, denarni tokovi in denarna sredstva, ki jih imajo na voljo, ter nekatere ločene dejavnike v zvezi z investicijskimi skladi, ki kotirajo na borzi (ETF). Takšen revizijski postopek je SEC zahteval zaradi strahu, da bi skladi likvidnost zgolj z „odkljukavanjem polj“ lahko ocenili tako, da ne bi bilo zares razvidno, ali so dejansko sposobni prodati portfelj (ali del portfelja) in opraviti izplačila, ne da bi s tem vplivali na trg.

<sup>(1)</sup> Uredba (EU) št. 909/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 23. julija 2014 o izboljšanju ureditve poravnave vrednostnih papirjev v Evropski uniji in o centralnih depotnih družbah ter o spremembi direktiv 98/26/ES in 2014/65/EU ter Uredbe (EU) št. 236/2012 (UL L 257, 28.8.2014, str. 1).

<sup>(2)</sup> Uredba (EU) 2017/1131 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2017 o skladih denarnega trga (UL L 169, 30.6.2017, str. 8).

<sup>(3)</sup> Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU (UL L 173, 12.6.2014, str. 349).

<sup>(4)</sup> Uredba (EU) št. 575/2013 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. junija 2013 o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja ter o spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012 (UL L 176, 27.6.2013, str. 1).

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

Poleg tega SEC od investicijskih skladov zahteva, da pri razvrščanju likvidnosti svojega naložbenega portfelja upoštevajo „dejavnike, ki so specifični za trg, trgovanje in naložbe“, čeprav o teh vidikih ne navaja nobenih podrobnosti.

Z nekaterimi vrednostnimi papirji s stalnim donosom se na primer trguje razmeroma redko. Vseeno to še ne pomeni nujno, da je določen vrednostni papir nelikviden in da ga investicijski sklad ne bi mogel prodati razmeroma hitro. S preučitvijo nabora meril, ki jih predlaga SEC, bi bilo mogoče zanesljiveje oceniti likvidnosti sredstev<sup>(1)</sup>. V tovrstnih sestavljenih likvidnostnih rezultatih bi bilo mogoče upoštevati dejavnike, ki temeljijo na značilnostih vrednostnega papirja, povezanih s sredstvom samim, s trgom in s portfeljem sklada, kot je opisano spodaj.

- Dejavniki v zvezi s sredstvom temeljijo na strukturi sredstva. Čim težje je vrednotiti vrednostni papir in čim bolj nestandarden je, tem bolj je načeloma nelikviden. Poleg tega lahko na likvidnost produktov s fiksnim donosom vplivajo značilnosti, kot so ročnost, bonitetna ocena in datum izdaje produkta.
- Tržni dejavniki se nanašajo na izdajanje in sekundarni trg sredstva. Čim več je trgov, na katerih je mogoče trgovati z vrednostnim papirjem, tem manj je ta načeloma nelikviden. Kakovosti trga vključuje tudi dejavnike, kot so število, raznolikost in kakovost udeležencev. Poleg tega so pomembni stroški trgovanja na teh trgih, likvidnost pa je lahko odvisna tudi od stroškov likvidacije, ki včasih obstajajo pri trgovanju v drugi državi ali valuti.
- Trgovalni dejavniki so merjenja v zvezi s ceno in obsegom trgovanja z vrednostnim papirjem. Za merjenje potencialne likvidnosti se lahko uporabijo merila, kot so npr. razmiki med prodajno in nakupno ceno ali obseg in pogostost trgovanja. Iz preteklih podatkov o obsegu trgovanja je na primer mogoče oceniti največji obseg, ki ga je mogoče uporabiti v oceni vpliva posla na trg.
- Portfeljski dejavniki so merjenja, specifična za posamezen portfelj. Investicijski skladi morajo upoštevati velikost svoje pozicije v odnosu do dnevnega obsega trgovanja in neporavnanih zneskov. Obenem pa morajo upoštevati tudi razmerje med danim sredstvom in drugimi sredstvi v portfelju (npr. izvedeni finančni instrumenti). In končno, nelikvidnost je lahko povezana tudi z združevanjem portfeljskih pozicij v svežnje – to je lahko vir nelikvidnosti, če so vsa sredstva v imetju investicijskega sklada zelo podobna in se z njimi trguje na istem trgu.

Ker pristop SEC lahko predstavlja dobro osnovo za oblikovanje prihodnjega evropskega pojmovanja nelikvidnosti, bi bilo morda koristno, če bi bil pristop Unije z njim tesneje usklajen. S stališča politike bi bilo takšno zблиžanje koristno tudi zato, ker bi podobna pristopa Unije in ZDA lahko vzpostavila svetovni standard za ocenjevanje nelikvidnosti investicijskih skladov.

## II.2.2 Neželeni učinki

**Na strani sredstev upravljavci skladov z uporabo notranjih omejitev ne bi v celoti odpravili prednosti prvega.** Vlagatelji, ki bi sklad zapustili zgodaj, bi se lahko še vedno skušali polastiti likvidnih sredstev, da ne bi obtičali v nelikvidnem investicijskem skladu. Vseeno bi se tveganje navala na sklad na splošno zmanjšalo, saj bi se zaradi obstoja likvidnih sredstev povečalo zaupanje vlagateljev v sposobnost sklada, da opravi izplačila.

**Z uvedbo notranjih omejitev bi se lahko po nepotrebnem omejila sposobnost upravitelja, da razpoložljiva likvidna sredstva uporabi za izplačila.** To bi se zgodilo denimo v primeru, ko upravitelj ne bi mogel uporabiti likvidnih sredstev, ne da bi prekršil notranjo omejitev. Vseeno pomembnosti tega vprašanja ne gre precenjevati. V kontekstu Direktive 2011/61/EU upravitelju AIS v primeru prekoračenja omejitve ne bi bilo treba nujno ukrepati, saj bi bilo to odvisno od konkretnih dejstev in okoliščin ter od toleranc, ki jih določi upravitelj. Z njimi se odvisno od okoliščin lahko sproži nadaljnje spremljanje ali uvedba korektivnih ukrepov.

<sup>(1)</sup> Dokument SEC navaja devet dejavnikov za določanje likvidnosti sredstev v portfelju.

**V najslabšem scenariju bi uvrstitev določenega sredstva na seznam lahko delovala prociklično, saj bi sprožila prodajo sredstva in strm padec cene.** Upravitelj bi lahko bil prisiljen prodati sredstvo, da bi zadostil novim notranjim omejitvam, ali pa bi lahko pričakoval negativen odziv vlagateljev, s čimer bi povzročil prav to, kar naj bi seznam omilil. Podobno bi stigmatizacija sredstva zaradi njegove nelikvidnosti lahko povsem odvrnila nekatere investicijske sklade od vlaganja v to sredstvo, kar bi lahko negativno vplivalo na delovanje finančnih trgov. Iz teh razlogov bi morala biti na seznamu samo sredstva, ki so „inherentno“ manj likvidna in bi to ugotovili že tržni udeleženci sami. Poleg tega bi vlagatelji, ki vlagajo v „inherentno“ manj likvidna sredstva, že pričakovali, da imajo upravitelji skladov naložbeno politiko, ki je skladna s politiko glede izplačil, kot je predvideno v Direktivi 2011/61/EU. In končno, ko bo določeno sredstvo dodano na seznam, bo potrebna prehodna ureditev, tako da bodo imeli upravitelji dovolj časa, da se ustrezno odzovejo in preprečijo prisilno prodajo.

**Na strani obveznosti se z zmanjšanjem pogostosti izplačil navadno poveča obseg poslov, kar bi v zaostrenih tržnih razmerah lahko vplivalo na cene.** Namesto rednih odlivov bi sklad zbral več naročil in vse izvršil istočasno. Ena možnost bi bila uvedba roka za izplačilo<sup>(1)</sup>, ki ustreza času, potrebnemu za prodajo osnovnega sredstva. Druga možnost bi bila uporaba sistema čakalne vrste, tako da zahtev za izplačilo, potem ko jih je sprejel upravitelj sklada, ne bi bilo treba izvršiti ob naslednji točki vrednotenja. Upravitelj bi zatem lahko celo hitreje izračunal, koliko likvidnosti potrebuje za izvedbo izplačil in bi temu ustrezno lahko začel prodajati naložbe. S tem bi se zmanjšalo tveganje, da se posli zaradi prisilne prodaje opravijo po nižjih cenah.

**In končno, treba je priznati tveganje regulativne arbitraže.** Obstaja tveganje: (1) za neregulirane AIS, ki so izvzeti iz področja uporabe tega priporočila, in (2) če upravitelj registrira investicijski sklad v skladu z direktivo o KNPVP, da bi opravil večjo naložbo v sredstvo, ki je razvrščeno kot inherentno manj likvidno, pod pogojem, da bi se to sredstvo štelo kot primerno za KNPVP. Vendar pa bi v tem scenariju za investicijski sklad veljala pravila iz Direktive 2009/65/ES, ki so v nekaterih pogledih strožja od pravil Direktive 2011/61/EU. To zmanjšuje spodbudo, da bi se sklad registriral kot KNPVP in se s tem izognil omejitvam, ki veljajo za AIS.

## II.3 Priporočilo C – stresni testi

### II.3.1 Ekonomski razlogi in predvideni učinki

**Cilj mikrobonitetnih stresnih testov je izboljšati upravljanje tveganj in portfeljev na ravni posameznega sklada in posameznega upravljavca sklada.** Ti testi simulirajo ekstremne ali neugodne, a verjetne ekonomske in finančne razmere, da bi prikazali posledice takšnih razmer tako za samo delovanje investicijskega sklada kot tudi za njegovo sposobnost, da izpolnjuje zahteve za izplačilo, in sicer tudi pri znižani ČVS. Omogočajo analizo scenarijev, s katerimi je mogoče pridobiti boljši vpogled v tveganja zaradi možnih sprememb tržnih razmer, ki bi lahko negativno vplivale na upravljane portfelje. V normalnih tržnih razmerah stresni testi razkrivajo potencialne slabosti v naložbenih produktih/strategijah in družbam za upravljanje pomagajo, da prilagodijo upravljanje tveganj, povezanih s portfeljem, in se operativno pripravijo na krizo. V kriznih razmerah stresni testi olajšujejo prilagajanje specifični krize, izboljšujejo krizno upravljanje in podpirajo razkritja organu za reševanje. Kot takšni so stresni testi orodja za upravljanje tveganj in za odločanje.

**Investicijski skladi imajo različne značilnosti, ki vse vplivajo na likvidnostno tveganje posameznega sklada ter s tem na zasnovo stresnega testa za vsak posamezen sklad.** Na strani sredstev stresni test določajo dejavniki, kot so glavni trgi in instrumenti, naložbena strategija in časovni razpon, geografsko območje, na katero se usmerja sklad, koncentracije v portfelju, promet v portfelju in običajna velikost poslov. Na strani obveznosti pa so glavni dejavnik značilnosti vlagateljev v sklad. Ti so lahko mali vlagatelji ali institucionalni vlagatelji ali pa kombinacija obeh, pri čemer ima vsak svojo individualno strukturo portfelja in likvidnostne potrebe, včasih tudi lastne regulativne zahteve (banke, zavarovalnice in pokojninski skladi) in temu ustrezno vlagateljsko vedenje. Še posebej pomembna je koncentracija določene vrste vlagateljev v investicijskem skladu, saj velika koncentracija lahko privede do velikih sočasnih zahtev za izplačilo.

<sup>(1)</sup> Treba je omeniti, da pri uporabi izplačilnih rokov obstajajo praktične težave zaradi zamika med oddajo naročila in njegovo izvršitvijo. Predvsem skladi, ki sledijo referenčni vrednosti, bi lahko poskušali posel opraviti čim bližje izteku roka, da bi maksimirali donos, četudi bi to negativno vplivalo na trg.

**Zaradi heterogenosti investicijskih skladov ne obstajajo obvezne specifikacije za scenarije stresnih testov.** Zato so za panogo trenutno značilne velike razlike v parametrih, obsegu, pogostosti in razdelanosti stresnih testov, obstajajo pa tudi nekateri smiselni in dobro uveljavljeni pristopi, ki pokrivajo obe strani bilance stanja. Stresni testi za stran obveznosti investicijskih skladov so simulacije izplačil. Te so navadno kalibrirane na podlagi analize stabilnosti za obveznosti, ki je odvisna od vrste vlagateljev in koncentracije obveznosti. Simulacije lahko vključujejo scenarije preteklih ali hipotetičnih izplačil velikim vlagateljem, izplačila, ki so enaka največjim izplačilom v preteklosti, ter analizo tržnih trendov in skupin primerljivih skladov. Stresni testi bi morali pokrivati tudi stran sredstev v bilanci stanja investicijskih skladov, kar pomeni simulacijo likvidnosti sredstev sklada v različnih tržnih razmerah. Ta simulacija obravnava sposobnost sklada, da proda sredstva, ne da bi to imelo velik vpliv na ceno. Scenariji lahko zajemajo zmanjšanje obsega trgovanja z določenimi instrumenti ali v določenih tržnih segmentih (izgube, ki nastanejo po povečanju razmika med prodajno in nakupno ceno), ocene največje možne likvidacije v enem dnevu ali ocene časa likvidacije z razdelitvijo sredstev sklada (npr. v skupine z različno likvidnostjo). Upoštevati bi morali tudi interakcijo med tržnim in likvidnostnim tveganjem za posamezne instrumente.

**Z napotki za različne prakse v stresnih testiranjih se bo predvidoma zmanjšalo tveganje tako na ravni posameznih investicijskih skladov kot tudi na sistemski ravni, hkrati pa se bo povečala sposobnost skladov, da upravljajo likvidnost v interesu vlagateljev, kar vključuje tudi zmanjševanje števila in dolžine obdobja nepričakovanih izplačil.** Stresni testi so orodja, ki podpirajo analizo pozitivnih lastnosti obstoječih strategij. S testiranjem bi se morale ugotoviti slabosti naložbene strategije in pripraviti sklad na krizo. Če se stresni testi uporabljajo pravilno kot orodje za upravljanje tveganj in za odločanje, je z njimi mogoče zmanjšati likvidnostno tveganje na ravni posameznih skladov in s tem tudi na ravni celotnega sistema.

**Napotki morajo ponuditi rešitve za pomanjkljivosti postopkov stresnega testiranja, kot je pokazala anketa ESRB o praksah stresnega testiranja.** Po objavi napotkov, ki jih je pripravil organ ESMA, bi subjekti morali razumeti minimalne zahteve glede stresnih testov in bi morali odpraviti pomanjkljivosti, kot so uporaba premajhnih odbitkov pri vrednotenju, premalo pogosti stresni testi in neustrezna zasnova stresnih testov ter naivna uporaba podatkov iz preteklosti. V skladu z napotki bi bilo pogostost stresnih testov in njihovo zasnovo treba določiti glede na značilnosti, ki so specifične za posamezen investicijski sklad, in glede na značilnosti, specifične za posamezno družbo. Poleg tega je eden od predvidenih učinkov napotkov tudi uvedba obveznosti, da družbe v stresnih scenarijih predvidijo vsaj tako zaostrene razmere, kot je verjetno, da jih bodo doživele na trgu. In končno, zaradi raznolikosti sektorja investicijskih skladov bi morala biti kompleksnost stresnih testov prilagojena tveganjem in profilu izplačil posameznega investicijskega sklada. Pri tem ni nujno, da so si scenariji med seboj preveč podobni. Napotki naj bi prispevali k temu, da bodo stresni testi bolj natančni in primerni za posamezen investicijski sklad ter da bodo puščali manj dvoma o ravni tveganj na ravni sistema.

**Priporočilo C je skladno z obveznostjo organa ESMA iz Uredbe (EU) 2017/1131, da pripravi napotke za stresno testiranje skladov denarnega trga.** Po tej uredbi mora ESMA pripraviti napotke o skupnih referenčnih parametrih za scenarije stresnih testov.

**Upravitelji skladov morajo redno izvajati stresne teste investicijskih skladov, ki jih upravljajo.** Stresno testiranje je obvezno za KNPVP in AIS, razen če je AIS odprt AIS brez finančnega vzvoda oziroma če se šteje, da je za KNPVP to neprimerno (člen 40(3) Direktive 2010/43/EU; člen 16(1) Direktive 2011/61/EU in člen 48 Delegirane uredbe (EU) št. 231/2013). Stresni testi upraviteljem obeh vrst investicijskih skladov omogočajo, da ocenijo likvidnostno tveganje tako v normalnih kot tudi v izjemnih likvidnostnih razmerah. V okviru poročanja po Direktivi 2011/61/EU je o rezultatih stresnih testov treba poročati pristojnemu nacionalnemu organu, te informacije pa morajo biti na voljo tudi organoma ESMA in ESRB. Uredba (EU) 2017/1131 za sklade denarnega trga uvaja podrobne obveznosti glede stresnega testiranja, ki bi lahko bile koristne tudi za druge vrste investicijskih skladov.

**Za KNPVP so obveznosti na področju stresnega testiranja opredeljene manj podrobno kot za AIS.** Razlog za to so drugačne značilnosti sredstev in obveznosti KNPVP (tj. določitev primernih sredstev, ki morajo biti likvidna sredstva, in vlagateljska baza, ki jo tvorijo predvsem mali vlagatelji) ter drugačne regulativne zahteve.



Po drugi strani so za AIS pravila glede stresnega testiranja bolj podrobna, skladno z Delegirano uredbo (EU) št. 231/2013.

- (a) Stresni testi bi morali simulirati pomanjkanje likvidnosti in netipične zahteve za izplačilo. Upoštevati bi morali vsaj nedavne in pričakovane prihodnje zahteve za izplačilo ter analizirati, kako dolgo je trajalo, preden so bila ta izplačila izvedena. Vključevati bi morali tudi test tržnih dejavnikov, npr. deviznega tečaja, ki bi lahko vplivali na kreditni profil upravitelja AIS ali AIS. Pristop, ki se uporablja pri stresnem testiranju, bi moral upoštevati tudi občutljivosti pri vrednotenju sredstev v zaostrenih razmerah.
- (b) Profil tveganosti AIS, ki je funkcija njegove naložbene strategije, likvidnostnega profila, vrste vlagateljev in politike glede izplačil, določa, kako pogosto naj se izvajajo stresni testi, pri čemer obstaja minimalno letno število stresnih testov. Če stresni test pokaže bistveno višjo raven likvidnostnega tveganja od pričakovane, mora upravitelj AIS delovati v interesu vseh vlagateljev v AIS in sprejeti ustrezne ukrepe na področju zasnove sklada ter primernosti politik in postopkov za upravljanje likvidnosti.

**Anketa ESRB o praksah stresnega testiranja, ki jih uporabljajo upravitelji skladov, je pokazala, da večina upraviteljev v Uniji redno izvaja stresne teste.** Približno 93 % vseh anketiranih upraviteljev <sup>(1)</sup> redno izvaja stresne teste za vse investicijske sklade, ki jih upravljajo, poleg tega pa stresni test izvedejo (oziroma so ga sposobni izvesti) vsakič, ko pride do pomembnih sprememb. Ker so v anketi sodelovali različni upravitelji in so bili zajeti različni skladi, je anketa pokazala tudi precejšnje razlike v pogostosti izvajanja stresnih testov, uporabljenih scenarijih in stopnji kompleksnosti stresnega testiranja:

- **Čeprav naj bi pogostost stresnih testov določale predvsem značilnosti, ki so specifične za posamezen investicijski sklad, se po tem ravna le manjše število upraviteljev skladov.** Namesto tega za vse sklade, ki jih upravljajo, uporabljajo pogostost testov, določeno na ravni družbe za upravljanje. To velja celo za velike investicijske družbe, ki upravljajo številne različne investicijske sklade. Velik delež upraviteljev, ki pogostost stresnih testov prilagajajo značilnostim posameznega sklada, razlikuje med KNPVP in AIS, namesto da bi različno pogostost uporabljali za investicijske sklade z različno strukturo portfelja.
- **Velik delež upraviteljev uporablja več likvidnostnih scenarijev, ki navadno predstavljajo različne razmere na trgu.** Osnovni element vsakega stresnega testa je scenarij, ki predstavlja bistveno zaostrene tržne razmere. Vendar pa različni upravitelji uporabljajo scenarije, ki se po stopnji zaostrenosti močno razlikujejo. Pri nekaterih je zelo vprašljivo, ali sploh predstavljajo zaostrene tržne razmere. Na strani sredstev so včasih uporabljeni zelo majhni odbitki pri vrednotenju, zaradi česar ne predstavljajo velikih sprememb v tržni likvidnosti. Na strani obveznosti tisti investicijski skladi, ki v preteklosti niso nikoli doživeli pritiska velikih zahtev za izplačilo, kot podlago za oblikovanje scenarijev o izplačilih ne bi smeli uporabljati samo preteklih podatkov.
- **Skladno s precejšnjimi razlikami med posameznimi vrstami upraviteljev in investicijskih skladov se močno razlikujejo tudi scenariji, ki jih uporabljajo različni upravitelji skladov.** Nekateri uporabljajo preproste hipotetične scenarije, ki niso podprti z nikakršnimi podatki, medtem ko drugi uporabljajo zapletene statistične metode in oblikujejo scenarije, prilagojene posameznemu investicijskemu skladu. Nekatere likvidnostne scenarije je že po definiciji težko oblikovati. V nasprotju s tržnim tveganjem, kjer je na voljo obilo informacij, je modeliranje likvidnostnega stresnega testa bistveno bolj zapleteno. Na strani sredstev je modeliranje likvidnostnega profila v zaostrenih razmerah lahko izjemno zahtevno, kar še posebej velja za sredstva, za katera podatki o transakcijah niso vedno na voljo (npr. instrumenti s fiksno donosnostjo). Na strani obveznosti ni enostavno predvideti, kako se bodo vlagatelji obnašali v zaostrenih tržnih razmerah, saj je njihovo vedenje odvisno od najrazličnejših dejavnikov, npr. od razmerja med institucionalnimi in malimi vlagatelji ali od deleža „lepljivih“ vlagateljev, ki se odzivajo z zamikom. Ta problem je še bolj izrazit pri KNPVP, saj imajo upravitelji skladov navadno zelo malo informacij o profilu vlagateljev v KNPVP. Regulativni vidiki imajo pri modeliranju scenarijev očitno razmeroma majhno vlogo. Zato so stresni scenariji oblikovani v skladu s tem, katerim razredom sredstev je sklad izpostavljen in kakšen urnik izplačil uporablja.

<sup>(1)</sup> Glavni cilj ankete ESRB je bil dobiti pregled nad praksami stresnega testiranja, ki jih uporabljajo evropski upravitelji premoženja, da bi bilo v prvi vrsti mogoče analizirati, v kolikšni meri stresni testi posameznih skladov obravnavajo likvidnostni stres (tj. sposobnost investicijskega sklada, da izpolni velike zahteve za izplačilo). V anketi je sodelovalo 274 upraviteljev skladov v Uniji, ki so odgovarjali na vprašanja o tem, kako zdaj upravljajo likvidnostno tveganje in kakšne prakse uporabljajo v stresnih testih.

**Stresne teste bi bilo treba izvajati v različnih razmerah, kot so npr. netipične zahteve za izplačilo in abnormarno gibanje cen sredstev**, upoštevajo pa lahko tudi takšne dogodke, kot je neplačilo s strani nasprotne stranke ali druge vrste tveganja (npr. politično tveganje). Organ ESMA bi moral pripraviti napotke o tem, kakšne vrste scenarijev bi moral investicijski sklad upoštevati pri pripravi stresnega testa. Med scenariji bi morali biti takšni, ki temeljijo na preteklih gibanjih cen, in hipotetični scenariji. Scenariji na podlagi preteklih podatkov modelirajo parametre stresnega testa, ki so povzeti iz krize v preteklosti, in izračunavajo, kakšen vpliv bi ti parametri imeli na investicijski sklad. Ker bodo prihodnje krize verjetno drugačne od preteklih in ker je pretekle krize težko natančno poustvariti, stresni testi ne bi smeli temeljiti samo na preteklih scenarijih. Hipotetični scenariji lahko temeljijo na gospodarskih šokih ali vedenjskih značilnostih vlagateljev ali upravitelja sklada. V strukturi hipotetičnega scenarija bi bilo zato treba upoštevati specifične občutljivosti dane vrste sklada ali strategije sklada.

**Postopek stresnega testa bi bilo mogoče zaokrožiti s povratnim stresnim testiranjem.** Z vključitvijo povratnega stresnega testa je mogoče dobiti koristne uvide v vedenje investicijskega sklada do točke zloma. Povratni test zmanjšuje odvisnost od historičnih scenarijev in omejuje možnosti pri oblikovanju hipotetičnih scenarijev. Upravitelju sklada lahko omogoči, da v celoti preuči in razume vse šibke točke in razreši z njimi povezana tveganja.

**Stresno testiranje bi se moralo v idealnem primeru izvajati ves čas obstoja sklada, tj. od ustanovitve do likvidacije, kot tudi za vse naložbene odločitve, ki so sprejete v tem času.** Ko je investicijski sklad vzpostavljen, bi bilo stresno testiranje treba uporabiti, da se določijo parametri (npr. profil tveganosti in tolerance za tveganje) investicijskega sklada, predvsem razmerje med likvidnostjo sredstev v portfelju in pogostostjo možnih izplačil, med drugim tudi v zaostrenih tržnih razmerah. Stresne teste bi bilo mogoče uporabiti tudi v pripravah na spremembe v strategiji investicijskega sklada ali njegovih pogojev ter v pripravah na naložbene odločitve. Pri oblikovanju načrta ravnanja v izrednih razmerah bi bilo stresni test mogoče uporabiti za analizo različnih orodij za upravljanje likvidnostnega tveganja.

**Čas in pogostost stresnih testov morata biti prilagojena značilnostim sklada, kot so velikost, naložbena strategija, osnovna sredstva, profil vlagateljev in pogostost možnih izplačil.** Pri portfelju, ki ima velik promet ali kategorija vlagatelji se hitro spreminjajo, sta likvidnostni profil in likvidnostno tveganje verjetno bolj volatilna. Stresno testiranje bi bilo v takih primerih treba uporabljati pogosteje kot pri investicijskih skladih s stabilnejšo bazo vlagateljev in dolgim trajanjem izplačil.

**Pogostost stresnih testov je lahko odvisna od vrste uporabljenega scenarija.** Pri scenarijih, temelječih na preteklih podatkih, je statistične metode, s katerimi je bil scenarij oblikovan, mogoče zlahka posodobiti z novimi podatki in parametri stresnega testa. Ker je ta postopek dostikrat mehaničen, ga je mogoče izvajati pogosteje. Pri hipotetičnih scenarijih bi bilo treba dejavnike, ki vplivajo na investicijski sklad, oceniti s postopkom, ki je bolj prilagojen specifikam sklada in oblikovan bolj po meri. Ker to terja obsežnejšo analizo, bi se tovrstno stresno testiranje lahko izvajalo manj pogosto.

**To priporočilo ne obravnava makrobonitetnega stresnega testiranja.** Makrobonitetni stresni testi so eno do področij, kjer je potreben nadaljnji razvoj. Zaradi omejitev pri razpoložljivosti podatkov in modeliranju trenutno teh modelov ni mogoče uporabljati kot učinkovito nadzorniško orodje. ESRB zdaj preučuje, kako bi bilo makrobonitetne stresne teste mogoče uporabljati pri analizi tveganj za finančno stabilnost, povezanih z investicijskimi skladi.

### II.3.2 Neželeni učinki

**Z izdajo konkretnih napotkov za stresne teste bi se upravitelji skladov lahko začeli obnašati bolj podobno ali enotno** ter posledično bolj uniformno razporejati sredstva investicijskih skladov (enostransko pozicioniranje). Zaradi tega bi se lahko povečala tveganja črednega vedenja in sistemska finančna tveganja. Poleg tega in še zlasti za upravitelje manjših skladov bi več napotkov lahko pomenilo več stresnih testov in s tem višje stroške.

## II.4 Priporočilo D – poročanje KNPVP

### II.4.1 Ekonomski razlogi in predvideni učinki

#### Priporočilo D(1) – obveznosti poročanja za KNPVP in družbe za upravljanje KNPVP

**Ker v državah članicah ne obstaja poenoten okvir poročanja, trenutno ni mogoče natančno oceniti, koliko bi KNPVP lahko prispevali k tveganjem za finančno stabilnost.** Čeprav so v nekaterih jurisdikcijah v Uniji predpisane obveznosti poročanja za KNPVP, anketni rezultati kažejo, da obstajajo velike razlike v pogostosti poročanja, obsegu poročanja in podatkih, ki jih poročajo KNPVP<sup>(1)</sup>. Zato nacionalnih podatkov ni mogoče agregirati, prav tako na ravni Unije ni mogoče spremljati gibanj denimo na področju tveganj finančnega vzvoda ali likvidnostnega tveganja KNPVP.

**Statistični podatki ECB o investicijskih skladih ne zadoščajo za celovito oceno in spremljanje likvidnostnega tveganja in tveganja finančnega vzvoda KNPVP.** Čeprav regulatorjem omogočajo, da gibanja v sektorju investicijskih skladov v euroobmočju spremljajo s pomočjo informacij o splošnih kategorijah sredstev in obveznosti v njihovih bilancah, vključno z razčlenitvijo po zapadlosti, te informacije ne zadoščajo za celovito oceno tveganj. Predvsem niso zajeti podrobni podatki o poslih z instrumenti in o posameznih izpostavljenostih, čeprav so ti podatki potrebni za pravilno oceno gibanj likvidnosti v portfeljih KNPVP. Poleg tega ni mogoče v zadostnem obsegu spremljati gibanj pri uporabi finančnega vzvoda, saj razpoložljivi podatki omogočajo zgolj izračunavanje uporabe finančnega vzvoda (tj. prek izposoj). Celovitejše merilo finančnega vzvoda, vključno z uporabo vzvoda prek izvedenih finančnih instrumentov (sintetični vzvod), ne obstaja. Razen tega statistični podatki ECB trenutno ne razlikujejo med KNPVP in AIS, čeprav je razlikovanje pomembno za pravilno spremljanje tveganj, saj ti dve skupini skladov delujeta v zelo različnih regulativnih ureditvah.

**Z vidika spremljanja bi bilo učinkovito, če bi se vzpostavil poenoten okvir za poročanje KNPVP na ravni Unije, hkrati pa bi poročanje s tem postalo bolj učinkovito in cenejše tako za pristojne organe kot tudi za samo panogo.** V času od začetka veljavnosti Direktive 2011/61/EU so pristojni nacionalni organi in tudi upravitelji AIS povečali svoje tehnične zmogljivosti in pridobili izkušnje s celovitim okvirom poročanja na ravni Unije, kot ga predpisuje ta direktiva. Kolikor bi bil novi poročevalski okvir za KNPVP zgrajen na obstoječih tehničnih sistemih za poročanje, bi to zaradi sinergije pri poročanju koristilo tako pristojnim nacionalnim organom kot tudi upraviteljem skladov, ki upravljajo AIS in KNPVP, ali upraviteljem skladov, ki upravljajo KNPVP z različnimi poročevalskimi obveznostmi v različnih jurisdikcijah.

**Pri oblikovanju poročevalskega okvira za KNPVP bi morala Komisija upoštevati, da KNPVP delujejo v bistveno strožji regulativni ureditvi kot AIS.** Za pravilno spremljanje tveganj za finančno stabilnost, povezanih s KNPVP, bi zadoščal manj obsežen poročevalski okvir.

**Komisija bi morala upoštevati tudi druge tekoče pobude, ki bi lahko vplivale na takšno poenoteno poročanje.** Komisija bi morala upoštevati stališča, ki so jih glede tega poročanja izrazili ESMA in pristojni nacionalni organi, kot tudi nove, alternativne ali prilagojene ukrepe v zvezi s finančnim vzvodom, ki jih trenutno razvija IOSCO. Nadalje bi bilo treba upoštevati tudi poročevalske obveznosti, določene v Uredbi (EU) 2017/1131 o skladih denarnega trga.

**Podrobne poročevalske zahteve o likvidnostnih značilnostih bi olajšale spremljanje potencialnih sistemskih tveganj, ki izhajajo iz transformacije likvidnosti in likvidnostnih neskladij v KNPVP.** KNPVP morajo spoštovati podrobna pravila o primernosti sredstev in zato navadno vlagajo v bolj likvidna sredstva, čeprav nekateri KNPVP včasih vlagajo tudi v manj likvidne kategorije sredstev, npr. nekatere vrste obvezniških skladov (nastajajoča tržna gospodarstva ali obveznice z visoko donosnostjo). Ker za KNPVP veljajo tudi minimalne zahteve glede pogostosti izplačil, lahko ti skladi ustvarjajo tudi višje likvidnostno tveganje. Po sedanjem zakonodajnem okviru za te KNPVP še vedno obstaja potencialna podatkovna vrzel, saj jim ni treba poročati pristojnim nacionalnim organom na podoben način kot AIS. Iz tega sledi, da sedanji poročevalski okvir ne pokriva vseh vprašanj (Direktiva 2011/61 vs. Direktiva 2009/65/ES) in ne vsebuje poenotenih kazalnikov likvidnostnega tveganja, ki so smiselni in uporabni ter jih je lahko vzpostaviti in interpretirati. To je še posebej pomembno za spremljanje gibanj z makrobonitetnega vidika in za agregiranje individualnih meril za celotno panogo in vse jurisdikcije.

<sup>(1)</sup> Luksemburški nadzornik finančnega sektorja CSSF (*Commission de Surveillance du Secteur Financier*) je tako v začetku leta 2016 uvedel obvezno poročanje tveganj KNPVP in od panoge KNPVP zahteva, da polletno poročajo podatke o različnih tveganjih, kot so tveganje finančnega vzvoda, tveganje nasprotne stranke, kreditno tveganje in likvidnostno tveganje. Dodatne informacije so na voljo na naslovu <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>.

**Da bi bilo mogoče spremljati likvidnostno neskladje v KNPVP, bi morali KNPVP obvezno poročati informacije tako o svojih sredstvih kot tudi o obveznostih.** Upravitelji AIS morajo poročati o likvidnostnem profilu svojega AIS, kar zagotavlja koristne informacije o ocenjeni (s strani upravitelja AIS) likvidnosti investiranih sredstev sklada in o strukturi njegovih vlagateljev. To poročanje bi se moralo uporabljati tudi kot osnova za analogno poročanje KNPVP, dopolnjevati pa bi ga moralo poročanje o razpoložljivosti in uporabi različnih orodij za upravljanje likvidnosti, ki so na voljo KNPVP. Nadalje bi bilo smiselno poročati denimo o velikosti izplačil v preteklih obdobjih.

**Zbiranje drugih podatkov bi olajšalo celovito oceno možnega prispevka teh KNPVP k finančnim in sistemskim tveganjem.** Predvsem je zanimiv vir finančnega vzvoda, ker bi omogočil pravilno oceno tveganj, ki nastanejo, če npr. KNPVP uporabi finančni vzvod. KNPVP bi morali med drugim zagotavljati tudi informacije o svoji naložbeni strategiji, instrumentih, s katerimi trgujejo, posameznih izpostavljenostih, svojem tržnem tveganju, tveganju nasprotne stranke in kreditnem tveganju ter o likvidnostnem tveganju. Iz teh informacij bi bilo mogoče razbrati, kolikšno je tveganje prisilne prodaje, kakšna je koncentracija nasprotnih strank in kako medsebojno prepleten je celoten finančni sistem. Pri tem bi morale biti zajete tudi kategorije pozicij z izvedenimi finančnimi instrumenti ter tehnike in instrumenti, kot so repo pogodbe ali transakcije posojanja vrednostnih papirjev. Zelo podobne zahteve so določene v poročevalskih zahtevah Direktive 2011/61/EU, ki bi jo bilo mogoče dopolniti s takšnimi za KNPVP specifičnimi vidiki, kot je npr. učinkovito upravljanje portfelja. Upravitelji AIS morajo predložiti informacije o profilu tveganosti glavnih kategorij sredstev, v kateri je sklad investiral, vključno z ustreznimi bruto, dolgimi in kratkimi pozicijami v izvedenih finančnih instrumentih. Obenem morajo posredovati tudi informacije o viru izposojenega denarja <sup>(1)</sup>.

**Ekonomsko relevanten del sektorja KNPVP uporablja strategije, pri katerih je finančni vzvod – vključno s sintetičnim vzvodom – omejen samo posredno.** Pri uporabi finančnega vzvoda prek poslov financiranja z vrednostnimi papirji ali pri uporabi sintetičnega vzvoda prek izpostavljenosti izvedenim vrednostnim papirjem sme KNPVP ustvariti izpostavljenost – kot je izračunana po metodi zavezujoče izpostavljenosti – samo v obsegu, ki je največ enak njegovi skupni ČVS (glej okvir 1b). Vendar pa v skladu z Direktivo 2009/65/ES države članice lahko dovolijo, da KNPVP svojo globalno izpostavljenost izračunajo s pristopom tvegane vrednosti (VaR) ali z drugimi naprednimi metodologijami za merjenje tveganj in ne po metodi zavezujoče izpostavljenosti <sup>(2)</sup>. Za te investicijske sklade je uporaba vzvoda omejena samo posredno z omejitvami glede njihovega tržnega tveganja <sup>(3)</sup>. To pomeni, da so skladi, ki uporabljajo pristop *absolutne* VaR, omejeni na absolutno VaR, ki ni večja od 20 % ČVS. Po drugi strani so tisti skladi, ki uporabljajo pristop *relativne* VaR, omejeni na največ dvakratnik tveganja izgube po danem modelu VaR v primerjavi s podobnim portfeljem, vendar brez finančnega vzvoda. Pomembno je, da ti pristopi VaR lahko omogočajo večji vzvod kot metoda zavezujoče izpostavljenosti, odvisno od volatilnosti sredstev, na katerih temelji vzvod. Po anketi ESRB, ki je zajela 11 jurisdikcij v Uniji, bi podmnožica KNPVP, ki za izračunavanje globalne izpostavljenosti uporabljajo pristope VaR, lahko predstavljala med 27 % in 50 % sektorja KNPVP v Uniji, merjeno po ČVS.

**Cilj bi moral biti enotno poročanje finančnega vzvoda s strani vseh KNPVP in vseh AIS, takšno enotno poročanje pa bi moralo podpirati spremljanje investicijskih skladov, za katere v okviru sektorja investicijskih skladov v Uniji ne obstajajo omejitve glede finančnega vzvoda.** Odbor za finančno stabilnost (FSB) priporoča, da organi zbirajo podatke o finančnem vzvodu v investicijskih skladih, spremljajo uporabo vzvoda v investicijskih skladih, za katere omejitve vzvoda ne obstaja ali ki predstavljajo veliko vzvodno tveganje za finančni sistem, in po potrebi ukrepajo. Obenem je IOSCO dobil nalogo, da do konca leta 2018 poišče in/ali razvije konsistentna merila finančnega vzvoda v investicijskih skladih, ki bi omogočila bolj uporabno spremljanje vzvoda za namene finančne stabilnosti, ter da pomaga zagotoviti, da bi bilo mogoče neposredno primerjati investicijske sklade na svetovni ravni <sup>(4)</sup>. Zato bi moral biti končni cilj poenoteno poročanje vzvoda v skladu s konsistentnimi merili vzvoda, ki naj bi jih razvil oz. poiskal IOSCO. Poenotenje poročevalskega okvira za KNPVP in poročanje o vzvodu v AIS na podlagi Direktive 2011/61/EU bi se moralo razvijati v tej smeri in bi moralo prispevati k boljšemu spremljanju investicijskih skladov z vzvodom v celotnem sektorju investicijskih skladov v Uniji. Komisija bi zato morala razviti poenoten okvir za celotno Unijo ter za vse KNPVP in AIS, upoštevajoč mednarodno dimenzijo ter cilj, da se razvijejo enotni pristopi za različne metode izračunavanja vzvoda (nominalna in bruto metoda ter metoda zavezujoče izpostavljenosti). To bi hkrati olajšalo tudi spremljanje vzvoda pri tistih KNPVP, za katere veljajo samo posredne omejitve glede vzvoda.

<sup>(1)</sup> Glej npr. Prilogo IV k Delegirani uredbi (EU) št. 231/2013.

<sup>(2)</sup> Glej npr. člen 41(3) Direktive 2010/43/EU.

<sup>(3)</sup> Glej napotke (3. ravni) Odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (CESR) „Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS“, 28. julij 2010.

<sup>(4)</sup> Glej priporočili 10 in 11 Odbora za finančno stabilnost „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities“, januar 2017.

KNPVP, ki bi o finančnem vzvodu poročali po metodi zavezujoče izpostavljenosti (*commitment method*) na podlagi Direktive 2011/61/EU, bi morali k svoji izpostavljenosti, kot je izmerjena z zavezujočo izpostavljenostjo KNPVP, prišteti svojo ČVS. Trenutno med direktivama 2009/65/ES in 2011/61/EU obstajajo manjše razlike v metodah, ki se uporabljajo za izračunavanje izpostavljenosti po metodi zavezujoče izpostavljenosti. Medtem ko morajo AIS v skladu z Direktivo 2011/61/EU izračunati zavezujočo izpostavljenost kot vsoto absolutne vrednosti vseh pozicij, pa morajo KNPVP izračunati samo dodatno izpostavljenost, ki nastane zaradi uporabe vzvoda (glej tabelo 3). Ker si KNPVP ne smejo izposojati nezavarovanih denarnih sredstev za naložbene namene in ker so pravila za izračunavanje izpostavljenosti iz naslova transakcij financiranja z vrednostnimi papirji in iz naslova izvedenih finančnih instrumentov podobna tistim, ki so določena v Direktivi 2011/61/EU, bi bilo metodo zavezujoče izpostavljenosti za KNPVP mogoče uskladiti z Direktivo 2011/61/EU, če bi morali tudi KNPVP k svoji izpostavljenosti prišteti ČVS.

V tem kontekstu bi moralo novo poročanje KNPVP o tveganjih vključevati tudi poročanje KNPVP o stresnih testih. Obsegati bi moralo poročanje o rezultatih standardiziranih univariantnih stresnih testov in vsebovati tudi informacije o scenarijih stresnih testov, ki so jih razvili in jih izvajajo upravitelji skladov, ter relevantne rezultate.

Tabela 3

## Izračun izpostavljenosti investicijskega sklada po metodi zavezujoče izpostavljenosti

	Direktiva o UAIS	KNPVP	
	Sedanji izračun		Priporočene spremembe
<b>Opredelitev izpostavljenosti</b>	Vsota absolutnih vrednosti vseh pozicij	Dodatna izpostavljenost in vzvod, ustvarjen z uporabo izvedenih finančnih instrumentov	Prištetje ČVS
<b>Finančni vzvod</b>	<b>Ponovna uporaba denarnih posojil</b>		
	Kar je večje: tržna vrednost realizirane naložbe ali skupni znesek izposojenih denarnih sredstev	Nezavarovano denarno posojilo ni dovoljeno za naložbene namene	Jih ni
	<b>Posli financiranja z vrednostnimi papirji</b>		
	Tržna vrednost prejetega zavarovanja (vključno z denarnimi sredstvi) ob ponovni naložbi	Tržna vrednost prejetega zavarovanja (vključno z denarnimi sredstvi) ob ponovni naložbi	Jih ni
<b>Neto sintetični finančni vzvod</b>	<b>Izvedeni finančni instrumenti</b>		
	Vsota tržne vrednosti enakovredne pozicije v osnovnih sredstvih po upoštevanju postopkov pobota in zaščite pred tveganjem	Vsota tržne vrednosti enakovredne pozicije v osnovnih sredstvih po upoštevanju postopkov pobota in zaščite pred tveganjem	Jih ni

**Priporočilo D(2) – pogostost poročanja in obseg poročevalskih obveznosti za KNPVP in družbe za upravljanje KNPVP**

**Podatke, navedene v priporočilu D(1), bi moral enkrat na četrletje poročati zadosti velik – in z vidika finančne stabilnosti – relevanten delež vseh KNPVP in družb za upravljanje KNPVP.** Sestava portfeljev investicijskih skladov, likvidnost portfeljev in uporaba vzvoda (še zlasti z uporabo izvedenih finančnih instrumentov) se lahko tudi na kratki rok močno spremeni. Zato je potrebno vsaj četrletno poročanje, da bi bilo mogoče ustrezno spremljati in se po potrebi odzvati na gibanja, ki bi lahko prispevala k nastanku tveganj za finančno stabilnost. Zaradi različnih naložbenih strategij in velikosti KNPVP in družb za upravljanje KNPVP lahko posamezni investicijski skladi ali skupine skladov v različnem obsegu prispevajo k sistemskim tveganjem. Z vidika finančne stabilnosti bi četrletno poročanje s strani zadosti velike podmnožice KNPVP in družb za upravljanje KNPVP zadoščalo za spremljanje gibanj, hkrati pa bi se tako omejilo skupno poročevalsko breme v panogi.

**Podmnožica KNPVP, ki naj bi poročali četrletno, bi morala vsebovati vsaj vse KNPVP, ki za merjenje svoje globalne izpostavljenosti uporabljajo pristop VaR.** Ker sodelujejo v poslih z izvedenimi finančnimi instrumenti, ti KNPVP navadno uporabljajo kompleksnejše naložbene strategije in lahko uporabljajo dokaj velik finančni vzvod. Poleg te podmnožice KNPVP bi Komisija morala preučiti tudi druge značilnosti, kot so velikost premoženja v upravljanju ter po možnosti naložbena strategija in likvidnostni profil, tako da bi četrletno poročal relevanten delež KNPVP in družb za upravljanje KNPVP.

**Za učinkovito spremljanje gibanj in morebitnega porajanja tveganj za finančno stabilnost v panogi KNPVP bolj na splošno bi morale dovolj veliko število KNPVP in družb za upravljanje KNPVP poročati zadosten nabor podatkov vsaj enkrat letno.** Z uvedbo letnega poročanja za dovolj velik delež sektorja KNPVP bi bilo v kombinaciji z razpoložljivimi podatki o AIS mogoče spremljati splošna gibanja v sektorju investicijskih skladov v Uniji. Treba je poudariti, da bi bilo letno poročanje v skladu z minimalno pogostostjo poročanja, ki jo zahteva Direktiva 2011/61/EU. Tako bi bilo tveganja za finančno stabilnost, povezana s panogo investicijskih skladov, mogoče tako za KNPVP kot tudi za AIS spremljati vsaj enkrat letno. To bi omogočilo uporabne primerjave med gibanji na področju KNPVP in na področju AIS, tako da bi bilo mogoče odkrivati strukturne spremembe, ki bi lahko prispevale k nastanku sistemskih tveganj.

**Priporočljivo bi bilo, da pri določanju subjektov, ki morajo poročati letno, Komisija upošteva skupni obseg premoženja v upravljanju KNPVP in družb za upravljanje KNPVP.** Uporaba premoženja v upravljanju za določitev poročevalskih zahtev je skladna z obstoječimi praksami pri določanju poročevalskih zahtev za upravitelje AIS. Pri odločanju, kateri subjekti naj poročajo letno, bi Komisija lahko upoštevala tudi druge dejavnike, kot so uporaba finančnega vzvoda v KNPVP, pristop, ki se uporablja za izračun globalne izpostavljenosti, in naložbena strategija KNPVP.

**V skladu z Direktivo 2011/61/EU bi bilo pogostost poročanja za upravitelje AIS mogoče uporabiti kot referenčno vrednost za določitev pogostosti poročanja KNPVP in družb za upravljanje KNPVP, upoštevajoč tri poročevalske kategorije (četrletno, letno ali brez poročanja).** Sedanja pogostost poročanja<sup>(1)</sup> za upravitelje AIS z dovoljenjem, ki upravljajo AIS v Uniji (v skladu s pogostostjo poročanja za KNPVP in družbe za upravljanje KNPVP, ki morajo vse imeti dovoljenje za opravljanje storitev in imeti sedež v EU), je mogoče povzeti v naslednjih točkah:

- upravitelji AIS, ki upravljajo AIS s skupnim obsegom premoženja v upravljanju pod pragom 100 milijonov EUR, lahko sodelujejo prostovoljno in informacije poročajo na ravni posameznega upravitelja in na ravni sklada enkrat letno;
- če skupno premoženje v upravljanju UAIS presega 100 milijonov EUR, vendar je manjše od 1 milijarde EUR, mora upravitelj poročati polletno na ravni upravitelja in na ravni AIS, z izjemo skladov s premoženjem v upravljanju nad 500 milijonov EUR;
- če skupno premoženje v upravljanju upravitelja AIS presega prag 1 milijarde EUR, mora UAIS poročati četrletno tako na ravni upravitelja kot tudi na ravni AIS.

<sup>(1)</sup> „Smernice za poročanje v skladu s členi 3(3)(d) in 24(1), (2) in (4) direktive o UAIS“ (ESMA/2014/869). Omeniti velja, da v zgornjem povzetku ni upoštevana pogostost poročanja za AIS, ki vlagajo v družbe, ki ne kotirajo na borzi, in izdajatelje, da bi pridobili nadzor nad družbo – naložbena strategija, ki je KNPVP ne morejo izvajati.

**Komisija bi v sodelovanju z organom ESMA in pristojnimi nacionalnimi organi lahko oblikovala razumen pristop za uvrstitev KNPVP in družb za upravljanje KNPVP v ustrezno poročevalsko kategorijo.** Sodelovanje z organom ESMA in pristojnimi nacionalnimi organi predstavlja priložnost za učenje iz obstoječih izkušenj in poročevalskih praks po Direktivi 2011/61/EU, ko se oblikuje poročevalski okvir za KNPVP in družbe za upravljanje KNPVP. Omeniti velja, da bi Komisija – v sodelovanju z organom ESMA in pristojnimi nacionalnimi organi – pri tem lahko poleg spremljanja tveganj za finančno stabilnost (npr. zaščita vlagateljev) upoštevala tudi druge cilje, za katere bi bilo prav tako potrebno pogostejše poročanje. Ko bo poročanje za KNPVP in družbe za upravljanje KNPVP določeno, bi ga bilo treba na določeni točki po uvedbi ponovno preučiti, da se oceni, ali sta obseg poročanja in pogostost ustrezna.

**Komisija bi si morala prizadevati, da najde pravo razmerje med čim večjim izkoristkom prednosti okrepljenega spremljanja tveganj in minimizacijo stroškov, ki bi nastali z novimi poročevalskimi zahtevami. Na daljši rok bo poročevalski okvir za KNPVP, ki bi bil podoben sistemom/ureditvam tehničnega poročanja v poročevalskem okviru po Direktivi 2011/61/EU, verjetno koristen za vse jurisdikcije.** Kratkoročno pa bi prehod na novo poročanje KNPVP in družb za upravljanje KNPVP prinesel dodatne stroške tako za panogo investicijskih skladov kot tudi za nadzorne organe. Za pristojne organe bodo kratkoročni stroški verjetno različni, največje breme pa bi nosile jurisdikcije, v katerih trenutno ne obstajajo poročevalske obveznosti. V panogi sami bodo različne družbe za upravljanje KNPVP verjetno imele zelo različne stroške zaradi novega poenotenega okvira poročanja KNPVP. Tako bodo na primer upravitelji skladov, ki upravljajo KNPVP v različnih jurisdikcijah, na začetku imeli nekaj dodatnih stroškov v zvezi s poročanjem, čeprav se bo učinkovitost poročanja na splošno povečala, stroški pa bodo nižji kot zdaj, ko je poročanje v različnih jurisdikcijah urejeno različno in obstajajo različne poročevalske zahteve. Podobno bodo imele družbe za upravljanje, ki upravljajo tako KNPVP kot tudi AIS, le manjše enkratne stroške in bodo o svojih KNPVP poročale po sistemu/ureditvi, ki ga za svoje AIS uporabljajo že zdaj. Manjše družbe za upravljanje KNPVP, ki KNPVP upravljajo samo v eni jurisdikciji, bodo kratkoročno verjetno imele največje stroške, saj bo poročanje v primeri s sedanjim v najboljšem primeru le malenkostno bolj učinkovito. Novo poročanje tveganj bo prineslo dodatne administrativne stroške in stroške za zagotavljanje skladnosti poslovanja, povezane s strukturo sistema za poročanje, kot tudi periodične stroške zaradi priprave poročil. Po drugi strani bi ti dodatni stroški lahko vodili v ekonomije obsega in bi lahko vplivali na strukturo panoge.

### **Priporočilo D(3) – poenoteno poročanje in izmenjava informacij**

**Pristojni nacionalni organi bi si morali informacije, ki jih poročajo KNPVP in družbe za upravljanje KNPVP, obvezno izmenjavati z drugimi organi v Uniji ter z ESMA in ESRB.** Obvezna izmenjava informacij olajšuje kolektivno analizo možnih prispevkov KNPVP k nastajanju sistemskih tveganj in prispeva k temu, da se organi odzivajo enotno. Poleg tega bi eden ali več KNPVP na neki točki lahko predstavljalo pomemben vir tveganja nasprotne stranke za kreditno institucijo ali drugo sistemsko pomembno institucijo v eni ali več državah članicah. Zato je še toliko bolj pomembno, da obstaja ustrezen okvir za izmenjavo poročanih informacij z drugimi organi.

**Komisiji svetujemo, da sedanje določbe in prakse za izmenjavo informacij, določene v Direktivi 2011/61/EU, uvede v novem okviru za poročanje KNPVP<sup>(1)</sup>.** V skladu z Direktivo 2011/61/EU so pristojni nacionalni organi dolžni izmenjevati informacije, ki so jih zbrali o upraviteljih AIS in AIS, z drugimi organi ter z ESMA in ESRB. Po drugi strani je izmenjava informacij med ESMA in ESRB v zvezi s podatki, zbranimi na podlagi Direktive 2011/61/EU, urejena z memorandumom o soglasju. Pristojni nacionalni organ domače države članice lahko periodično ali po potrebi zahteva tudi dodatne informacije, ki niso zajete v okviru poročanja, če je to potrebno za učinkovito spremljanje sistemskih tveganj. In končno, enotno izmenjavo informacij po Direktivi 2011/61/EU dodatno podpirajo izvedbeni tehnični standardi, ki jih je pripravil organ ESMA in ki določajo postopke za izmenjavo informacij med različnimi pristojnimi nacionalnimi organi ter med pristojnimi nacionalnimi organi in ESMA.

### **II.4.2 Neželeni učinki**

**Novi okvir poročanja za KNPVP ustvarja stroške zaradi postopkov zbiranja in izmenjave podatkov, ki jih morajo izvajati družbe za upravljanje in pristojni nacionalni organi.** Pri vsakem poskusu, da bi se izboljšalo poročanje KNPVP in družb za upravljanje KNPVP, je zato treba upoštevati načelo sorazmernosti in si prizadevati za zmanjšanje s poročanjem povezanih stroškov. Predvsem bi razširjeno poročanje KNPVP lahko po nepotrebnem povečalo poročevalsko breme za manjše subjekte v panogi. Pri določanju poročevalskih zahtev je zato treba upoštevati, koliko bi vsak investicijski sklad lahko prispeval k nastanku sistemskih tveganj. Premisliti bi bilo treba tudi o drugih načinih za zmanjšanje s poročanjem povezanih stroškov ter upoštevati obstoječe poročevalske okvire, za katere so panoga in pristojni organi že razvili tehnične standarde. Glede na to, da imajo številne družbe za upravljanje KNPVP hkrati tudi dovoljenje

<sup>(1)</sup> Glej npr. člene 50, 52 in 54 Direktive 2011/61/EU.

za upravljanje AIS, in glede na to, da bodo številna poročevalska polja za KNPVP in AIS verjetno enaka, bi bilo smiselno, da format okvira poročanja KNPVP temelji na obstoječem poročevalskem okviru, kot je določen v Direktivi 2011/61/EU. V okviru poročanja KNPVP bi bilo poleg tega treba v čim večji meri upoštevati obstoječe poročanje, ki ga ti investicijski skladi opravljajo že zdaj. Tako ECB v okviru podatkov o bilanci stanja investicijskih skladov že zdaj zbira podrobne informacije o sredstvih in obveznostih investicijskih skladov (glej Uredbo (EU) št. 1073/2013 Evropske centralne banke<sup>(1)</sup>). Vendar ti podatki niso na voljo v celotni uniji in večinoma niso dovolj podrobni, da bi dajali dober vpogled v likvidnostno tveganje in finančne vzvode na področju investicijskih skladov.

## II.5 Priporočilo E – napotki v zvezi s členom 25 Direktive 2011/61/EU

### II.5.1 Ekonomski razlogi in predvideni učinki

#### Priporočilo E(1) – ocena s finančnim vzvodom povezanega sistemskega tveganja

**Upravitelji investicijskih skladov morajo pristojnim nacionalnim organom podrobno poročati o vsakem AIS z vzvodom, ki ga upravljajo.** Podatki, ki obsegajo tudi do 301 postavko, vsebujejo podrobne informacije o uporabi vzvoda, velikosti investicijskega sklada, njegovih naložbenih strategijah, glavnih izpostavljenostih, geografski usmeritvi, lastništvu naložb in koncentraciji vlagateljev, o instrumentih, s katerimi trguje, tržnem tveganju, profilu tveganja nasprotnne stranke, likvidnostnem profilu (vključno s profilom izplačil) ter o operativnem in ostalih tveganjih. Omeniti velja, da se za AIS z vzvodom, ki je večji od trikratnika ČVS sklada, izračunano po metodi zavezujoče izpostavljenosti, šteje, da uporablja velik vzvod. Upravitelji takšnih investicijskih skladov morajo zato dodatno poročati o petih največjih virih izposojenih denarnih sredstev ali vrednostnih papirjev.

**Podrobni podatki, ki so na voljo pristojnim nacionalnim organom, podpirajo oceno z vzvodom povezanega sistemskega tveganja, vendar dopuščajo zelo veliko prostora za razhajanja v nacionalnih pristopih.** Na primer, poročani podatki vsebujejo dve merili finančnega vzvoda – bruto merilo in tudi neto merilo, ki izraža izpostavljenosti z vzvodom, uporabljene za namene pobotanja ali zavarovanja pred tveganjem –, organi pa lahko imajo različna stališča glede uporabe in interpretacije teh dveh meril. Zaradi obsežnega poročanja podatkov lahko med državami pride tudi do razhajanj glede vprašanja, ali je nujno, da se v oceni razen uporabe vzvoda uporabijo še dodatne informacije. Razhajanja so možna tudi glede vprašanja, ali je treba oceniti prispevek uporabe finančnega vzvoda v AIS k nastanku sistemskih tveganj.

**Zaradi mednarodne narave sektorja AIS je potreben bolj koordiniran pristop pri ocenjevanju z vzvodom povezanih sistemskih tveganj in možnih ukrepov za zmanjšanje teh tveganj.** AIS navadno vlagajo v finančne institucije v drugih državah ali so z njimi povezani, zato potencialni ekonomski učinki razdolževanja s strani investicijskih skladov ali njihovega propada niso omejeni samo na jurisdikcije, v katerih imajo svoj sedež. Upravitelji skladov in/ali njihovi investicijski skladi se lahko brez večjih težav preselijo iz ene jurisdikcije v drugo, zato je koordiniran pristop pri ocenjevanju in ukrepih še toliko bolj pomemben.

**Da bi pristojni nacionalni organi zares enotno presojali, ali so pogoji za sprejem z vzvodom povezanih ukrepov izpolnjeni, bi moral organ ESMA najprej pripraviti napotke o enotnem naboru kazalnikov.** Ti napotki bi olajšali učinkovito uporabo obsežnih informacij, ki so pristojnim nacionalnim organom na voljo na podlagi Direktive 2011/61/EU, in te organe spodbudili, da ocenijo, v kolikšni meri uporaba finančnega vzvoda v sektorju AIS prispeva k nastanku sistemskih tveganj. Za operacionalizacijo ukrepov iz člena 25 Direktive 2011/61/EU, vključno z makrobonitetnimi omejitvami vzvoda ali drugimi omejitvami, ki veljajo za upravljanje AIS, je potreben okvir, s katerim bo mogoče oceniti, ali ukrepi, ki se na koncu sprejmejo na ravni posameznega investicijskega sklada, učinkovito omejujejo prispevek vzvoda k nastanku sistemskega tveganja v sektorju AIS.

**Da bi podprl enotno uporabo kazalnikov, bi moral organ ESMA pripraviti napotke glede interpretacije kazalnikov.** ESMA zdaj pripravlja vseevropski podatkovni niz, ki bo vključeval vse podatke, ki se pristojnim nacionalnim organom na nacionalni ravni poročajo v skladu z Direktivo 2011/61/EU. Ko bo niz na voljo, bo organu ESMA predvidoma omogočil, da razvije kvantitativne poglede na interpretacijo kazalnikov v ocenjevalnem okviru, npr. s preučitvijo osnovnih zbirnih statistik o posameznih kazalnikih, kot so aritmetična sredina, mediana, minimum in maksimum v poročanih vrednostih ter distribucija poročanih vrednosti.

<sup>(1)</sup> Uredba (EU) št. 1073/2013 Evropske centralne banke z dne 18. oktobra 2013 o statistiki sredstev in obveznosti investicijskih skladov (ECB/2013/38) (UL L 297, 7.11.2013, str. 73).



**Ocenjevalni okvir bi moral vključevati kazalnike, ki kažejo raven, vir in različne uporabe vzvoda.** Finančni vzvod z izposojami ali s transakcijami financiranja z vrednostnimi papirji poveča tveganje likvidnosti financiranja v investicijskem skladu, saj se stroški posojanja ali zahtevano kritje lahko povečajo. Po drugi strani uporaba sintetičnega vzvoda povečuje občutljivost sklada na šoke s trga izvedenih finančnih instrumentov in krepi tveganje, da bi bil zaradi poziva h kritju, ki bi ga sprožilo manjše znižanje cene, sklad prisiljen prisilno prodati sredstva.

**Okvir bi moral v čim večji meri zajeti kanale, po katerih bi se sistemsko tveganje lahko uresničilo, kot je pojašnjeno spodaj.**

- (a) **Možni prispevek posameznega sklada in sektorja AIS kot celote k tveganju prisilne prodaje.** En vidik tveganja prisilne prodaje je profil izplačil iz investicijskega sklada. Pri skladih, ki ponujajo kratkoročno (še posebej dnevno) izplačljive terjatve in kratke roke izplačil, obstaja nevarnost navala vlagateljev, ki bi lahko sprožil prisilno prodajo. Še en vidik profila izplačil investicijskega sklada je njegova baza vlagateljev. Večja koncentracija določene vrste vlagateljev – še posebej v kombinaciji s pogostejšimi možnostmi izplačil – namreč povečuje tveganje prisilne prodaje, saj to lahko sproži že en sam ali peščica vlagateljev, ki se odločijo, da bodo unovčili svoj vložek. Drugi vidik tveganja prisilne prodaje je likvidnostni profil investicijskega sklada. Likvidnost portfelja je osrednji dejavnik za sposobnost sklada, da izpolni zahteve za izplačilo in/ali pozive h kritju, ne da bi moral prisilno prodati sredstva. Sposobnost likvidacije delov portfelja je v veliki meri odvisna od značilnosti portfelja investicijskega sklada. Z dejavniki, kot je velika koncentracija kreditne izpostavljenosti nasprotni stranki ali posameznemu instrumentu, se povečuje verjetnost, da bo moral investicijski sklad v primeru neplačila nasprotne stranke prisilno prodati sredstva. Pri kompleksnih portfeljih (npr. portfelji, ki trgujejo z velikim deležem instrumentov OTC ali v veliki meri reciklirajo zavarovanje) so ti učinki lahko še močnejši.
- (b) **Neposredna povezanost investicijskih skladov in sektorja AIS kot celote s finančnimi institucijami.** Z uporabo vzvoda se lahko poveča tveganje, da bo investicijski sklad zašel v finančne težave, ki bi se lahko prenesle na njegove nasprotne stranke in na celoten finančni sistem („kanal nasprotnih strank“). Nasprotne stranke so lahko banke ali posredniki, ki so neposredno trgovalno povezani z investicijskim skladom z vzvodom ali so mu zagotovili financiranje. Investicijski sklad z vzvodom lahko tveganja na globalni finančni sistem razširi tudi preko svoje povezanosti z vlagatelji ali s svojim financiranjem, ki ga je pridobil od drugih finančnih posrednikov in podjetij („kanal povezav“). En način, kako zajeti neposredne povezave s finančnimi institucijami, je z merjenjem koncentracije izpostavljenosti nasprotnih strank investicijskemu skladu. Investicijski skladi imajo lahko neposredne povezave s finančnimi institucijami tudi preko svoje baze vlagateljev in preko portfeljskih naložb.
- (c) **Posredna ali neposredna udeležba posameznih investicijskih skladov in sektorja AIS kot celote v kreditnem posredništvu.** Investicijski skladi z vzvodom lahko prispevajo k čezmernemu kreditnemu posredništvu in k tveganju motenj v procesu kreditnega posredništva, ko se kreditni cikel obrne. Uporaba vzvoda omogoča investicijskim skladom, da neposredno zagotovijo več kreditov realnemu gospodarstvu ali omogočijo večje kreditno posredništvo s strani bank. V zvezi s slednjim lahko investicijski skladi zagotovijo neposredno financiranje bančnemu sektorju, vlagajo v strukturirane kredite in sprejmejo kreditno tveganje preko izvedenih finančnih instrumentov. Sistemsko tveganje lahko nastane v primeru nenadne zaustavitve dotoka likvidnosti in kratkoročnega financiranja finančnim institucijam, nenadnega zmanjšanja tržne likvidnosti za finančne instrumente, ki so pomembni za kreditno posredništvo, ali v primeru nezadostne ločitve tveganj <sup>(1)</sup>.

**Organ ESMA bi moral pripraviti napotke o ocenjevalnem okviru, ki bi ga bilo mogoče uporabljati.** Čeprav je potencialne kanale za sistemsko tveganje v teoriji mogoče približno kategorizirati, so v praksi medsebojno prepleteni in bi drug drugega lahko ojačevali. Poleg tega so osnovni mehanizmi za širjenje sistemskih tveganj po teh kanalih kompleksni in se lahko spreminjajo. Zato prispevka investicijskih skladov ni mogoče zlahka zajeti s posameznimi kazalniki, kar pomeni, da je treba izbrati med razvojem preprostega in uporabnega okvira ali okvira, ki je bolj zapleten in ga je težje uporabljati. Kot vodilno načelo bi morali biti kazalniki sestavni del okvira samo takrat, ko bistveno olajšajo oceno prispevka investicijskih skladov in sektorja AIS kot celote k sistemskih tveganjem, povezanim s finančnim vzvodom.

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

**Napotki ESMA o ocenjevalnem okviru bi morali zagotoviti tudi zadostno osnovo, na podlagi katere bodo pristojni nacionalni organi sposobni pojasniti svojo odločitev, da uporabijo določen ukrep makrobonitetne politike.** Pristojni nacionalni organ države članice, v kateri ima upravitelj AIS svoj sedež, bi moral ESMA, ESRB in pristojne nacionalne organe držav, v katerih delujejo AIS tega upravitelja, vedno obvestiti o razlogih za uporabo posameznega makrobonitetnega ukrepa, s katerim naj bi se čim bolj zmanjšal prispevek vzvoda k nastanku sistemskih tveganj v finančnem sistemu ali bi se ublažilo tveganje, da pride do motenj na trgu <sup>(1)</sup>. Zatem bi moral organ ESMA svetovati v zvezi z ukrepom, poleg tega pa bi moral presoditi tudi o tem, ali so bili pogoji za sprejetje ukrepa makrobonitetne politike izpolnjeni <sup>(2)</sup>. Natančno razdelan ocenjevalni okvir, ki ga pristojni nacionalni organi lahko uporabljajo, bo povečal verjetnost, da se pristojni nacionalni organ in ESMA strinjata o tem, ali je bil ukrep potreben.

**V tabeli 4 je predstavljen primer nabora skupnih kazalnikov, ki bi lahko bili vključeni v priporočeni ocenjevalni okvir.** Kazalniki izvirajo iz analiz, ki so jih opravili ECB ter De Nederlandsche Bank (DNB) <sup>(3)</sup>, Oesterreichische Nationalbank (OeNB) <sup>(4)</sup> in britanski regulativni organ za ponudnike finančnih storitev FCA <sup>(5)</sup>. Kazalniki, ki olajšujejo oceno ravni, vira in različnih uporab vzvoda, so namenjeni temu, da v čim večji meri zajamejo kanale, po katerih bi se sistemsko tveganje lahko uresničilo. Vse kazalnike je mogoče konstruirati z uporabo informacij, ki se poročajo pristojnim nacionalnim organom po členu 24 Direktive 2011/61/EU.

Tabela 4

## Primer nabora kazalnikov v okviru za oceno tveganj za finančno stabilnost zaradi investicijskih skladov

		KAZALNIK		OPIS	ID pod. polja podatkovna predloga direktive o UAIS
		#	IME		
1. TVEGANJE VPLIVA NA TRG	Velikost	1.1	Neto izpostavljenost	Čista vrednost sredstev (ČVS) x finančni vzvod pri metodi zavezujoče izpostavljenosti	53, 295
		1.2	Čista vrednost sredstev	ČVS	53
2. TVEGANJE PRISILNE PRODAJE	Finančni vzvod	2.1	Neto finančni vzvod	Finančni vzvod pri metodi zavezujoče izpostavljenosti	295
		2.2	Bruto do neto finančni vzvod	Bruto finančni vzvod / finančni vzvod zavezujoče izpostavljenosti kot merilo za uporabo pobota in varovanja pred tveganji	294, 295
	Profil izplačil	2.3	Trajanje izplačil	Najmanjše število dni, ki preteče, preden vlagatelji lahko dvignejo svojo naložbo	194, 195, 196

<sup>(1)</sup> Glej npr. člen 25 Direktive 2011/61/EU.

<sup>(2)</sup> Glej npr. člen 25(6) Direktive 2011/61/EU.

<sup>(3)</sup> Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. in 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“, skupni občasni zvezek (Occasional Paper) ECB in DNB.

<sup>(4)</sup> Lehecka, G. in Ubl, E., „Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer“, Poročilo OeNB o finančni stabilnosti št. 30, december 2015.

<sup>(5)</sup> Financial Conduct Authority, „Hedge Fund Survey“, junij 2015.

		KAZALNIK		OPIS	ID pod. polja podatkovna predloga direktive o UAIS
		#	IME		
	<b>Likvidnostno neskladje</b>	2.4	Trajanje izplačila minus zaznana likvidnost portfelja v dnevih	Najmanjše število dni, ki preteče, preden vlagatelji lahko dvignejo svojo naložbo, minus likvidnost portfelja, kot jo poroča upravitelj premoženja	194, 195, 196, 178–184
		2.5	Razmerje med čisto vrednostjo sredstev in zelo likvidnimi sredstvi	Zelo likvidna sredstva obsegajo denarna sredstva in njihove ustreznike (depoziti, komercialni zapisi in drugo), lastniške instrumente, ki kotirajo na borzi, vrednostne papirje naložbenega razreda, ki so jih izdale finančne institucije, državne obveznice držav članic EU in članic skupine G10 zunaj EU ter delnice investicijskih skladov.	53, 123
		2.6	Delež nelikvidnih sredstev (% ČVS)	Nelikvidna sredstva obsegajo fizična sredstva, lastniške instrumente, ki ne kotirajo na borzi, podjetniške in zamenljive obveznice zunaj naložbenega razreda ter posojila.	53, 123
	<b>Koncentracija vlagateljev in nasprotnih strank</b>	2.7	Koncentracija vlagateljev	Delež čiste vrednosti sredstev v lasti petih največjih vlagateljev	118
		2.8	Koncentracija nasp. strank	Skupna neto kreditna izpostavljenost do petih največjih nasprotnih strank (% ČVS)	165
	3. TVEGANJE NEPOSREDNEGA PRELIVA V FINANČNE INSTITUCIJE	<b>Povezave preko naložb</b>	3.1	Naložbe v finančne institucije	Vrednost dolge pozicije pri naložbah v lastniške instrumente, ki kotirajo na borzi, in podjetniške obveznice, ki so jih izdale finančne institucije, kot % ČVS
3.2			Naložbe v strukturirane in listinjene produkte (% ČVS)	Vsota dolgih izpostavljenosti do vrednostnih papirjev, kritih s premoženjem (ABS), vrednostnih papirjev, zavarovanih s stanovanjskim hipotekarnim kreditom (RMBS), vrednostnih papirjev, zavarovanih s hipoteko na poslovno nepremičnino (CMBS), vrednostnih papirjev, zavarovanih s hipoteko, ki jih izdajo subjekti v državni lasti (AMBS), komercialnih vrednostnih papirjev, kritih s premoženjem (ABCP), finančnih instrumentov, zavarovanih z dolžniškimi instrumenti (CDO), finančnih instrumentov, zavarovanih s posojilom (CLO), strukturiranih potrdil, produktov, s katerimi se trguje na borzi (ETP) in drugih instrumentov, kot % ČVS	53, 123

		KAZALNIK		OPIS	ID pod. polja podatkovna predloga direktive o UAIS
		#	IME		
<b>Povezave z bazo vlagateljev</b>	3.3	Banke v bazi vlagateljev (% ČVS)	Neposredne povezave s finančnimi institucijami kot vlagatelji	209	
	3.4	Zavarovalnice v bazi vlagateljev (% ČVS)			
	3.5	Pokojninski skladi v bazi vlagateljev (% ČVS)			
	3.6	Investicijski skladi v bazi vlagateljev (% ČVS)			
	3.7	Druge finančne institucije v bazi vlagateljev (% ČVS)			
<b>4. TVEGANJE MOTENJ V NEPOSREDNEM KREDITNEM POSREDNIŠTVU</b>	4.1	Naložbe v podjetniške obveznice (% ČVS)	Vsota vrednosti dolgih pozicij v podjetniških obveznicah, zamenljivih obveznicah, ki jih niso izdale finančne institucije (naložbenega razreda in zunaj naložbenega razreda), kot % ČVS	53, 123	
	4.2	Naložbe v podjetniška posojila (% ČVS)	Posojila z vzvodom in druga posojila kot % ČVS	53, 123	

## Priporočilo E(2) – makrobonitetne omejitve finančnega vzvoda

Organ ESMA lahko pomaga pristojnim nacionalnim organom, da operacionalizirajo omejitve vzvoda, in sicer tako, da pripravi napotke o možnih oblikah omejitev, vključno z oceno njihove primernosti in učinkovitosti. Direktiva 2011/61/EU dopušča omejitve vzvoda, če ta prispeva k „nastanku systemskega tveganja“, vendar ne daje nobenih dodatnih usmeritev glede oblike omejitev. Za pristojne nacionalne organe bi bili napotki ESMA o obliki omejitev vzvoda koristni, pri tem pa bi se organ ESMA lahko oprl na Priporočilo ESRB/2013/1 Evropskega odbora za systemska tveganja<sup>(1)</sup>. ESRB priporoča, da organi oblikujejo makrobonitetne instrumente, ki so učinkoviti in primerni za doseganje ciljev njihovih politik.

Šteje se, da so omejitve vzvoda za AIS primerne, če rešujejo (i) tveganje prisilne prodaje, (ii) tveganje prelitja posledic na finančne nasprotnne stranke in (iii) tveganje motenj v kreditnem posredništvu. S preprečevanjem teh pomanjkljivosti trga omejitve vzvoda podpirajo finančno stabilnost. Kar zadeva vmesne cilje ESRB, so omejitve vzvoda usmerjene na „tveganje prevelikega vzvoda“<sup>(2)</sup>. Finančni vzvod na ravni sistema je prevelik, če se zaradi njega poveča možnost, da v gospodarstvu pride do drage finančne krize.

Da bi bile omejitve finančnega vzvoda učinkovite, bi moral biti instrument preprost, njegove neželene posledice pa majhne. Organi bi morali izbrati omejitve, ki jih je lahko kalibrirati in uporabljati, kar povečuje preglednost in preprečuje neukrepanje. Poleg tega morajo biti neželene posledice čim manjše, omejitve vzvoda pa odporne na izigravanje in arbitražo s strani tržnih udeležencev. Biti morajo tudi sorazmerne s sistemskim tveganjem, ki ga predstavlja investicijski sklad z uporabo vzvoda, tako da sektor lahko še naprej izvaja koristne storitve za gospodarstvo. Na primer, investicijski skladi bi morali še vedno imeti možnost, da uporabljajo različne in aktivne strategije, ki bi lahko delovale kot blažilnik šokov v časih zaostrenih razmer na trgu. Pred odločitvijo, ali so omejitve vzvoda potrebne in katere vrste omejitev bi bile sorazmerne s sistemskimi tveganji, bi morali organi opraviti analizo tveganj na podlagi podatkov, zbranih v skladu z Direktivo 2011/61/EU, in kazalnikov tveganj iz skupnega okvira za ocenjevanje tveganj (ki naj bi jih v skladu s priporočilom E1 razvil organ ESMA).

V pomoč ESMA je v tabeli 5 predstavljen okvir za oceno različnih možnosti, kako oblikovati omejitve vzvoda z vidika primernosti in učinkovitosti. Kot primer so v tabeli predstavljene tri možnosti za konstantne omejitve vzvoda, obravnavane pa so tudi ciklične omejitve. Ti primeri ne zajemajo vseh možnosti, presojajo spodaj pa je treba razumeti kot primer, kako bi bilo okvir mogoče uporabljati za presojanje različnih oblik omejitev.

„Enaka omejitve za vse“ je morda preprosta glede uporabe, vendar bi lahko imela velike neželene posledice. Takšna omejitve bi lahko bila primerna za omejevanje z vzvodom povezanih sistemskih tveganj, če bi bila zavezujoča za velik delež sektorja investicijskih skladov. Vendar bi ta pristop lahko imel neželene posledice, saj bi nekateri poslovni modeli postali nerentabilni, kar bi negativno vplivalo na likvidnost različnih produktov na svetovnih finančnih trgih. Poleg tega bi se z restriktivno „enako omejitvijo za vse“ lahko močno zmanjšala sposobnost sektorja, da absorbira tržne šoke, če upravitelji skladov ne bi mogli vlagati aktivno in v nasprotju s tržnimi trendi. In končno, ker bi takšna omejitve vzvoda lahko pomembno omejila dejavnosti sektorja investicijskih skladov, obstaja tveganje, da bi se dejavnosti preselile v druge, manj regulirane dele finančnega sektorja.

Omejitve finančnega vzvoda glede na vrsto investicijskega sklada in/ali njegov profil bi lahko bile koristen instrument za pristojne nacionalne organe na kratki ali srednji rok. Z razlikovanjem omejitev vzvoda glede na vrsto in/ali profil investicijskega sklada bi se organi lahko uspešno usmerili na tiste investicijske sklade, ki k sistemskemu tveganju prispevajo največ, s čimer bi preprečili strukturne ranljivosti v sektorju. Za razlikovanje glede na profil sklada bi bilo mogoče razviti več možnosti. Tako bi organi, ki želijo preprečiti prisilne prodaje, lahko uvedli omejitve za tiste investicijske sklade, ki omogočajo kratkoročna izplačila ali vlagajo v manj likvidna sredstva. Kot drug primer bi lahko organi, ki jih skrbi nevarnost okužbe, uvedli omejitve vzvoda za tiste investicijske sklade, ki imajo velike ali koncentrirane izpostavljenosti do drugih finančnih institucij. ESMA bi organom lahko pomagal z napotki o profiliranju investicijskih skladov, potrebnem za oceno tveganj, povezanih z vzvodom, in uvedbo makrobonitetnih omejitev vzvoda. Organi

<sup>(1)</sup> Priporočilo ESRB/2013/1 Evropskega odbora za systemska tveganja z dne 4. aprila 2013 o vmesnih ciljih in instrumentih makrobonitetne politike (UL C 170, 15.6.2013, str. 1).

<sup>(2)</sup> Za pregled vmesnih ciljev in primerjavo obstoječih in potencialnih makrobonitetnih instrumentov glej npr. Priporočilo ESRB/2013/1.

bi lahko upoštevali tudi razlike v velikosti vzvodov in uvedli različne omejitve za posamezne vrste investicijskih skladov. Pomanjkljivost tega pristopa je v tem, da bi investicijski skladi lahko skušali izigrati omejitve s tem, da bi pridobili ugodnejšo klasifikacijo sklada <sup>(1)</sup>. Zato bi bilo smiselno uvesti obvezna merila za klasifikacijo AIS v posamezne vrste investicijskih skladov.

Tabela 5

**Predlog okvira za oceno različnih možnosti, kako oblikovati omejitve finančnega vzvoda z vidika primernosti in učinkovitosti.**

	Možne oblike omejitve vzvoda	Konstantne omejitve vzvoda			Ciklične omejitve
		1	2	3	
		Enaka omejitev za vse	Omejitev glede na vrsto sklada	Omejitev glede na profil sklada	
Uspešnost	Prisilna prodaja	Uspešno omejuje vse pomanjkljivosti trga, če je omejitev zavezujoča za velik delež skladov z vzvodom	Uspešno omejuje vse pomanjkljivosti trga, če so omejitve zavezujoče za velik delež skladov z vzvodom	Uspešne, če so usmerjene na sklade z vzvodom z razmeroma nelikvidnim portfeljem in/ali možnimi pogoštimi izplačili	Oblike 1 do 3 bi bilo mogoče uporabiti v različnih obdobjih. Oblike bi imele enak učinek, vendar bi bile ciklične omejitve vzvoda primernejše za omejevanje nastanka tveganj v obdobju vzpona in njihove uresničitve v obdobju upada v finančnem ciklu.
	Eksternalije nasprotnih strank in prepletenosti			Uspešne, če so usmerjene na sklade z vzvodom, ki imajo močne neposredne povezave s finančnimi institucijami	
	Čezmerno kreditno posredništvo			Uspešne, če so usmerjene na sklade z vzvodom, ki vlagajo v podjetniške obveznice in posojila	
Učinkovitost	Sorazmernost	Z nizko omejitvijo bi nekatere vrste skladov (npr. hedge skladi) lahko postali nerentabilni, visoka omejitev pa ne bi preprečila splošnega povečevanja vzvodov	Omejitve so usmerjene na vrste skladov z razmeroma velikim vzvodom (npr. hedge skladi), vendar ne razlikujejo med profili tveganosti znotraj posamezne vrste skladov	Omejitve so usmerjene na različne profile tveganosti splošnih skladov v vseh vrstah skladov	Sorazmernost bi bila odvisna od izbrane oblike omejitve

<sup>(1)</sup> V skladu z Direktivo 2011/61/EU lahko upravitelj sklada izbere vrsto sklada.

Možne oblike omejitve vzvoda	Konstantne omejitve vzvoda			Ciklične omejitve
	1	2	3	
	Enaka omejitev za vse	Omejitev glede na vrsto sklada	Omejitev glede na profil sklada	
<b>Odpornost na izigravanje in arbitražo</b>	Ni možnosti za izigravanje in arbitražo	Nekaj možnosti za izigravanje in arbitražo, saj bi mešani skladi lahko skušali pridobiti ugodnejšo klasifikacijo	Izigravanje in arbitraža sta z majhnim številom natančno določenih profilov malo verjetna	Možnosti izigravanja in arbitraže bi bile odvisne od izbrane oblike omejitve
<b>Kompleksnost kalibracije</b>	Najpreprostejša oblika	Razmeroma preprosta z majhnim številom strogo določenih vrst skladov	Razmeroma preprosta z majhnim številom strogo določenih profilov skladov	Potrebna sta kazalnik cikla vzvoda in merilo prispevka sklada, kar h kalibraciji dodaja eno raven kompleksnosti

Vir: Tabela 4.1 v Van der Veer et al. (2017).

**Na dolgi rok bi veljalo preučiti tudi ciklične vzvode.** Organi bi lahko preučili tudi možnost, da posamezno vrsto omejitve vzvoda (npr. „enaka omejitev za vse“, omejitev glede na vrsto ali profil sklada) uvedejo v ciklični obliki. V primerjavi s konstantnimi omejitvami bi ciklične omejitve lažje zavirale nastanek tveganj v fazi rasti v finančnem ciklu ter uresničevanje tveganj v fazi upada. Vseeno na kratki do srednji rok ciklični pristop ne bi bil izvedljiv, saj bi bila zanj potrebna merilo finančnega cikla in kazalnik prispevka sklada, s čimer bi ukrep postal še bolj zapleten. Če bi bil sprejet enak pristop, kot se uporablja za omejitve vzvoda v Baslu III, bi bil za kratkoročno obdobje poudarek lahko na konstantnih omejitvah. Ciklične omejitve bi organi lahko preizkusili potem, ko bodo pridobili več izkušenj s konstantnimi omejitvami.

**Omejitve vzvoda bi morale temeljiti na merilih vzvoda iz Direktive 2011/61/EU, da bi se uporabljale bolj enotno in transparentno ter da ne bi prihajalo do regulativne arbitraže.** Z enotnimi merili vzvoda bi organi lažje dosegli enotno uporabo omejitev v Evropi. Hkrati se z enotnimi merili povečuje tudi preglednost merila, ki se uporablja v politiki, ter olajšuje njegova uporaba. Poleg tega se z enotnimi merili lažje omejuje regulativna arbitraža s strani upraviteljev skladov. Ker je merjenje vzvoda zahtevno in kompleksno, bi bilo priporočljivo, da organi gradijo na obstoječih konceptih in merilih, ki se uporabljajo za poročanje vzvoda v skladu z Direktivo 2011/61/EU.

**S periodičnimi pregledi omejitev vzvoda se bodo (i) omejitve izboljšale zaradi pridobljenih izkušenj in (ii) uskladile z mednarodnimi standardi.** Mogoče bi bilo trditi, da omejitve v Direktivi 2011/61/EU trenutno niso povsem natančno opredeljene ali da bodo merila postopno postala neusklajena z mednarodnimi standardi (npr. s standardi, ki jih je razvil IOSCO). Vseeno je glavna prednost uporabe meril vzvoda iz Direktive 2011/61/EU v tem, da se morebitne prihodnje izboljšave v merjenju vzvoda upoštevajo samodejno in enotno, če obstaja reden proces revizije. Z njim bi se zagotovila tudi usklajenost z mednarodnimi standardi (FSB, IOSCO). Periodična revizija omejitev vzvoda bi bila v skladu s Priporočilom ESRB/2013/1<sup>(1)</sup>.

**Napotki o kriterijih za uporabo omejitev vzvoda pomagajo pristojnim nacionalnim organom pri operacionalizaciji omejitev vzvoda.** Jasni napotki olajšujejo enotno uporabo in preprečujejo neukrepanje.

<sup>(1)</sup> Glej npr. priporočilo D v Priporočilu ESRB/2013/1.

ESMA bi organom lahko pomagal pri operacionalizaciji omejitev vzvoda tako, da bi pripravil napotke o tem, kako naj organi usklajujejo na pravih temelječe ukrepe na eni strani in diskrecijsko uporabo ukrepov na drugi strani. Koristno bi bilo doseči ravnovesje med tem, da so na pravih temelječi ukrepi preprosti za uporabo, in dopuščanjem manevrskega prostora za diskrecijske odločitve.

#### **Priporočilo E(3) – postopek uradnega obveščanja**

ESMA bi moral razviti jasen postopek obveščanja o odločitvah, ki jih sprejmejo pristojni nacionalni organi v skladu s členom 25 Direktive 2011/61/EU. Takšen poenoten postopek obveščanja omogoča pristojnim nacionalnim organom, da učinkovito obveščajo ESMA. Po drugi strani omogoča ESMA in ESRB, da hitro in učinkovito analizirata obvestila pristojnih nacionalnih organov.

#### **Priporočilo E(4) – primerjalne analize**

Za še večjo zanesljivost, učinkovitost in enotnost regulative in nadzora se priporoča, da ESMA opravlja primerjalne analize uporabe pooblastil pristojnih nacionalnih organov po členu 25(3) Direktive 2011/61/EU. Takšne primerjalne analize bi lahko na primer pokazale, v kakšnih okoliščinah so bila pooblastila uporabljena in katere zahteve so bile uvedene za obravnavo različnih primerov. S tem bi bilo mogoče ugotoviti, katere so najboljše prakse na tem področju. ESMA bi lahko opravil tudi razpravo o rezultatih teh primerjalnih analiz med svojimi člani in informacije o ukrepih pristojnih nacionalnih organov posredoval nacionalnim makrobonitetnim organom in ESRB.

Čeprav rezultati primerjalnih analiz niso zavezujoči, jih pristojni nacionalni organi lahko uporabijo za izboljšanje svojih lastnih praks. Tako je bila primerjalna analiza opravljena npr. za oceno pristojnih nacionalnih organov na področju notranjih pristopov, ki jih banke uporabljajo za izračunavanje svojih kapitalskih zahtev<sup>(1)</sup> in oblikovanje scenarijev v načrtih sanacije v skladu z Direktivo 2014/59/EU Evropskega parlamenta in Sveta<sup>(2)</sup> (3). Ti primeri ilustrirajo uporabnost primerjalnih analiz za primerjavo nadzorniških praks, kar prispeva k njihovemu poenotenju in izboljšuje odločanje pristojnih nacionalnih organov, hkrati pa ohranja diskrecijsko pravico nadzornikov. Primerjalne analize bi se lahko uporabljale tudi kot podlaga za delegirane akte Komisije v skladu s členom 25(9) Direktive 2011/61/EU (načela, ki določajo, v katerih okoliščinah pristojni nacionalni organi uporabijo pooblastila iz člena 25(3), upoštevajoč različne strategije AIS, različne tržne razmere, v katerih delujejo AIS, in možne prociklične učinke uporabe določb).

#### **II.5.2 Neželeni učinki**

**Obstaja nujna izbira med stopnjo poenotenja in diskrecijskimi pravicami, ki so na voljo pristojnim nacionalnim organom.** Ker je namen tega priporočila prispevati k uporabi enotnega pristopa za operacionalizacijo člena 25, to implicira določene omejitve diskrecijskih pravic pristojnih nacionalnih organov. Tudi pooblastilo ESMA, da izdaja smernice, je namenjeno temu, da prispeva k poenotenju nadzorniških praks. Vseeno bi v skrajnem primeru organ ESMA z izdajo napotkov o okviru za ocenjevanje tveganj ter o oblikovanju, kalibraciji in uvedbi makrobonitetnih omejitev vzvoda lahko nehote oviral pristojne nacionalne organe pri izvajanju njihove diskrecijske pravice, da uvedejo makrobonitetne omejitve vzvoda za AIS, ki jih upravljajo upravitelji skladov v njihovih jurisdikcijah.

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

<sup>(2)</sup> Direktiva 2014/59/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o vzpostavitvi okvira za sanacijo ter reševanje kreditnih institucij in investicijskih podjetij ter o spremembi Direktive Sveta 82/891/EGS ter direktiv 2001/24/ES, 2002/47/ES, 2004/25/ES, 2005/56/ES, 2007/36/ES, 2011/35/EU, 2012/30/EU in 2013/36/EU in uredb (EU) št. 1093/2010 ter (EU) št. 648/2012 Evropskega parlamenta in Sveta (UL L 173, 12.6.2014, str. 190).

<sup>(3)</sup> Glej poročilo na naslovu <https://www.eba.europa.eu/-/eba-benchmarks-approaches-on-scenarios-in-recovery-plans>.



## Viri

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

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, št. 39, julij, str. 8.

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

Bengtsson, E. (2016), „Investment funds, shadow banking and systemic risk“, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 24, št. 1, str. 60–73.

Clerc, L., Giovannini, A., Langfield, S., Peltonen, T., Portes, R. in Scheicher, M. (2016), „Indirect contagion: the policy problem“, *ESRB Occasional Paper Series*, št. 9, januar.

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

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

Delegirana uredba Komisije (EU) št. 231/2013 z dne 19. decembra 2012 o dopolnitvi Direktive 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z izjemami, splošnimi pogoji poslovanja, depozitarji, finančnim vzvodom, preglednostjo in nadzorom (UL L 83, 22.3.2013, str. 1).

Direktiva Komisije 2007/16/ES z dne 19. marca 2007 o izvajanju Direktive Sveta 85/611/EGS o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) glede razjasnitve nekaterih opredelitev (UL L 79, 20.3.2007, str. 11).

Direktiva Komisije 2010/43/EU z dne 1. julija 2010 o izvajanju Direktive 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta o organizacijskih zahtevah, navzkrižjih interesov, poslovanju, obvladovanju tveganja ter vsebini sporazuma med depozitarjem in družbo za upravljanje (OJ L 176, 10. 7. 2010, str. 42.).

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, govor na ski konferenci Evropske komisije in Evropske centralne banke o evropski finančni integraciji in stabilnosti, Frankfurt na Majni, Nemčija, april.

Direktiva 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (UL L 302, 17.11.2009, str. 32).

Direktiva 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 8. junija 2011 o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov in spremembah direktiv 2003/41/ES in 2009/65/ES ter uredb (ES) št. 1060/2009 in (EU) št. 1095/2010 (UL L 174, 1.7.2011, str. 1).

Direktiva 2014/59/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o vzpostavitvi okvira za sanacijo ter reševanje kreditnih institucij in investicijskih podjetij ter o spremembi Direktive Sveta 82/891/EGS ter direktiv 2001/24/ES, 2002/47/ES, 2004/25/ES, 2005/56/ES, 2007/36/ES, 2011/35/EU, 2012/30/EU in 2013/36/EU in uredb (EU) št. 1093/2010 ter (EU) št. 648/2012 Evropskega parlamenta in Sveta (UL L 173, 12.6.2014, str. 190).

Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU (UL L 173, 12.6.2014, str. 349).

Evropski bančni organ (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, poročilo, na voljo na naslovu <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

Evropski bančni organ (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, poročilo, december, na voljo na naslovu <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Evropska centralna banka (2016), *Financial Stability Review*, maj.

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

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

Evropski odbor za vrednostne papirje in trge (2014), *Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3) (d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD*, (ESMA/2014/869EN), avgust.

Evropski odbor za vrednostne papirje in trge (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, št. 2.

Evropski odbor za vrednostne papirje in trge (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, ESMA/2016/596, mnenje, april, na voljo na naslovu [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596\\_opinion\\_on\\_loan\\_origination.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf)

Evropski odbor za sistemska tveganja (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, št. 1, julij.

Evropski odbor za sistemska tveganja (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, št. 2, maj.

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

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

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

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

Mednarodna organizacija nadzornikov trgov vrednostnih papirjev (2015), *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members*. Final Report, FR28/2015, december.

Mednarodna organizacija nadzornikov trgov vrednostnih papirjev (2017), *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, Consultation report, CR05/2017, julij.

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

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

Maijoor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, govor na delavnici ESRB o bančništvu v senci, Frankfurt na Majni, Nemčija, maj.

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

Priporočilo ESRB/2012/1 Evropskega odbora za sistemska tveganja z dne 20. decembra 2012 o skladih denarnega trga (UL C 146, 25.5.2013, str. 1).

Priporočilo ESRB/2013/1 Evropskega odbora za sistemska tveganja z dne 4. aprila 2013 o vmesnih ciljih in instrumentih makrobonitetne politike (UL C 170, 15.6.2013, str. 1).

Priporočilo ESRB/2014/1 Evropskega odbora za sistemska tveganja z dne 18. junija 2014 o smernicah za določanje stopenj proticikličnega kapitalskega blažilnika (UL C 293, 2.9.2014, str. 1).

Uredba (EU) št. 648/2012 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. julija 2012 o izvedenih finančnih instrumentih OTC, centralnih nasprotnih strankah in repozitorijih sklenjenih poslov (UL L 201, 27.7.2012, str. 1).

Uredba (EU) št. 575/2013 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. junija 2013 o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja ter o spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012 (UL L 176, 27.6.2013, str. 1).

Uredba (EU) št. 1073/2013 Evropske centralne banke z dne 18. oktobra 2013 o statistiki sredstev in obveznosti investicijskih skladov (ECB/2013/38) (UL L 297, 7.11.2013, str. 73).

Uredba (EU) št. 909/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 23. julija 2014 o izboljšanju ureditve poravnav vrednostnih papirjev v Evropski uniji in o centralnih depotnih družbah ter o spremembi direktiv 98/26/ES in 2014/65/EU ter Uredbe (EU) št. 236/2012 (UL L 257, 28.8.2014, str. 1).

Uredba (EU) 2015/760 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 29. aprila 2015 o evropskih dolgoročnih investicijskih skladih (UL L 123, 19.5.2015, str. 98).

Uredba (EU) 2017/1131 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2017 o skladih denarnega trga (UL L 169, 30.6.2017, str. 8).

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

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

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

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, govor na konferenci New York Times DealBook „Opportunities for Tomorrow“ v One World Trade Center, New York, N.Y., december.

---

Dodatek

Tabela A1

**Obstoj instrumentov za upravljanje likvidnosti v državah članicah EU (Vir: 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	
Omejitve izplačil	NE	NE	NE	DA	NE	NE	NE	DA	DA	NE	DA	NE	NE	NE	DA	NE	DA	DA	NE	DA	NE	DA	DA	DA	DA	DA	NE	NE	DA	DA	
Stranski žepi	DA	NE	NE	DA	NE	NE	NE	DA	DA	NE	DA	NE	NE	NE	DA	NE	DA	DA	NE	DA	NE	DA	DA	DA	NE	NE	NE	DA	NE	NE	
Dajatev proti razvodenitvi	NE	NE	NE	DA	NE	NE	NE	DA	NE	NE	DA	NE	NE	NE	DA	NE	DA	DA	NE	DA	NE	NE	DA	NE	DA	DA	NE	NE	NE	DA	
Provizije za izplačilo	DA	NE	NE	DA	NE	DA	NE	DA	NE	DA	DA	NE	NE	NE	DA	NE	DA	DA	NE	DA	NE	NE	DA	NE	NE	NE	NE	NE	NE	DA	
Izplačilo v naravi	DA	NE	NE	DA	NE	DA	NE	DA	DA	DA	DA	NE	DA	NE	DA	NE	DA	DA	NE	DA	NE	DA	DA	NE	DA	NE	NE	DA	NE	DA	
Začasna prekinitve izplačil	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	
Mehanizem swing pricing	DA	NE	NE	DA	NE	NE	NE	DA	NE	DA	DA	NE	NE	NE	DA	NE	NE	DA	NE	DA	NE	NE	DA	DA	NE	NE	NE	NE	NE	DA	
Kratkoročna zadolžitev	DA	NE	DA	DA	DA	DA	NE	DA	DA	DA	DA	DA	NE	NE	DA	DA	DA	DA	NE	DA	NE	DA	DA	NE	DA	DA	NE	DA	DA	DA	
Obvezni likvidnostni blažilniki	DA	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	DA	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	DA	NE	NE	NE	NE	NE	NE	DA	NE
Dodatni sporazumi	DA	NE	NE	NE	NE	NE	NE	DA	DA	NE	NE	NE	NE	NE	DA	NE	NE	DA	NE	DA	NE	DA	DA	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	DA
Druga orodja/ukrepi	NE	NE	NE	NE	NE	DA	NE	NE	DA	NE	DA	NE	NE	NE	NE	NE	DA	NE	NE	DA	NE	NE	NE	NE	NE	NE	DA	NE	NE	NE	DA