

## I

(Resolutioner, rekommendationer och yttranden)

## REKOMMENDATIONER

## EUROPEISKA SYSTEMRISKNÄMNDEN

## EUROPEISKA SYSTEMRISKNÄMNDENS REKOMMENDATION

av den 7 december 2017

om likviditetsrisker och finansiella hävstångseffekter i investeringsfonder

(ESRB/2017/6)

(2018/C 151/01)

EUROPEISKA SYSTEMRISKNÄMNDENS STYRELSE HAR ANTAGIT DENNA REKOMMENDATION

med beaktande av fördraget om Europeiska unionens funktionssätt,

med beaktande av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1092/2010 av den 24 november 2010 om makrotillsyn av det finansiella systemet på EU-nivå och om inrättande av en europeisk systemrisknämnd<sup>(1)</sup>, särskilt artikel 3.2 b, d och f samt artiklarna 16–18,

med beaktande av Europeiska systemrisknämndens beslut ESRB/2011/1 av den 20 januari 2011 om arbetsordningen för Europeiska systemrisknämnden<sup>(2)</sup>, särskilt artiklarna 18–20, och

av följande skäl:

- (1) Sektorn investeringsfonder har vuxit kraftigt under de senaste tio åren, både inom EU och globalt, och investeringsfonderna utgör därför en större total andel av värdepappersmarknaderna. Investeringsfondernas betydelse för finansiell förmedling förväntas öka ytterligare mot bakgrund av de låga räntenivåerna och de begränsningar som balansräkningarna inom banksektorn möter, i kombination med kapitalmarknadsunionens utveckling. De reglerande myndigheterna har välkomnat denna utveckling eftersom en diversifiering av finansieringskällorna kan medföra att det finansiella systemet som helhet betraktat blir mer effektivt och motståndskraftigt.
- (2) Det finns dock farhågor att investeringsfondernas ökande finansiella förmedling kan leda till att framtida finansiella kriser förstärks. Om likviditeten hos en öppen investeringsfonds tillgångar skiljer sig från dess inlösenprofil kan detta resultera i att fonden måste genomföra blyxtförsäljningar för att kunna möta kundernas begäran om inlösen under perioder med marknadsoro. Sådana blyxtförsäljningar kan få negativa konsekvenser för andra marknadsaktörer som äger samma eller nära korrelerade tillgångar. Därutöver kan hävstångseffekter förstärka negativa marknadsrörelser eftersom investeringsfondens exponering överstiger fondens tillgångar. Utöver sådana indirekta spridningsrisker kan en investeringsfond även sprida risk genom sammanlänknings, t.ex. kopplingar till sina investerare, som är en direkt kanal genom vilken chocker kan överföras till andra finansinstitut.
- (3) Investeringsfonder påverkas även av förändringar på marknaderna och deras struktur. Exempelvis är det tänkbart att man i en lågräntemiljö i högre utsträckning investerar i mindre likvida tillgångar för att nå en ökad avkastning. Det finns en risk för att chocker på makronivå, t.ex. om riskpremier plötsligt ökar, kan leda till att många av investeringsfondens delägare vill lösa in sina andelar. Detta kan i särskilt hög utsträckning påverka investeringsfonder som har en portfölj med en stor andel högt belånade eller mindre likvida tillgångar.

<sup>(1)</sup> EUT L 331, 15.12.2010, s. 1.

<sup>(2)</sup> EUT C 58, 24.2.2011, s. 4.

- (4) Om riskhanteringen är undermålig kan också vissa investerare utnyttja "först till kvarn-fördelar", dvs. investerare som löser in sina andelar före, eller i ett tidigt skede av, kritiska marknadssituationer undviker att fullt ut drabbas av marknadssituationen medan resterande investerare får bära hela belastningen.
- (5) Unionens aktuella rättsliga ramverk innehåller åtgärder för att minska de förstärkande effekter som sektorn investeringsfonder kan ha i en finansiell kris och stärka investeringsfondernas motståndskraft. Det rättsliga ramverket omfattar Europaparlamentets och rådets båda direktiv 2009/65/EG<sup>(1)</sup> och 2011/61/EU<sup>(2)</sup>.
- (6) Båda direktiven 2009/65/EG och 2011/61/EU innehåller krav avseende likviditetshantering. Alternativa investeringsfonder (AIF) måste ha en inlösenpolicy som överensstämmer med likviditetsprofilen på deras investeringsstrategi och genomföra regelbundna stresstester under både normala och exceptionella likviditetsförhållanden. Företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) omfattas av omfattande regler i vilka tillgångar de får investera och måste genomföra stresstester i nödvändig omfattning.
- (7) För att beakta hävstångsrelaterade systemriskerna utgör direktiven 2009/65/EG och 2011/61/EU för närvarande en rättslig grund för att begränsa hävstångseffekter i investeringsfonder. Enligt artikel 51.3 i direktiv 2009/65/EG begränsas fondföretags exponeringar gentemot derivatpositioner och av artikel 83.2 a i samma direktiv framgår att belåningen tillfälligt får uppgå till högst 10 procent. Enligt artikel 25.3 i direktiv 2011/61/EU får de nationella behöriga myndigheterna införa gränser för den finansiella hävstången eller andra åtgärder som AIF-förvaltaren får vidta. Dessutom anger artikel 25.7 i direktiv 2011/61/EU att Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) får avgöra huruvida den finansiella hävstången som en AIF-förvaltare eller en grupp av AIF-förvaltare använder utgör en väsentlig risk för det finansiella systemets stabilitet och integritet, samt avge ett yttrande till de nationella behöriga myndigheterna där det specificeras vilka korrigerande åtgärder som behöver vidtas, inklusive begränsningar av den finansiella hävstången.
- (8) Det är viktigt att säkerställa en konsekvent tillämpning av höga standarder i hela unionen avseende fondförvaltarens möjligheter att hantera risker så att systemriskerna kan reduceras. Det finns tecken som tyder på att det aktuella regelverket medför en effektiv riskhantering i investeringsfonderna på mikrotillsyns nivå. Däremot är dess effektivitet ur ett makrotillsynsperspektiv i stort sett oprövad. Målet för denna rekommendation är att beakta systemriskerna relaterade till likviditetsobalans och investeringsfonders användning av finansiell hävstång. Detta kommer att stärka makrotillsynen i unionen som gäller för sektorn tillgångsförvaltning.
- (9) Rekommendation A behandlar de risker som kan uppstå när fondförvaltare saknar lämpliga verktyg för att hantera sin likviditet, t.ex. avgifter vid inlösen, inlösenpärar eller möjligheten att tillfälligt upphäva rätten till inlösen. Utan sådana verktyg kan trycket från omfattande begäranden om inlösen i marknadssituationer med fallande tillgångspriser leda till en likviditetsbrist i hela systemet som då ytterligare förstärker de fallande tillgångspriserna, vilket kan medföra risker för den finansiella stabiliteten. En varierad uppsättning likviditetshanteringsverktyg i alla medlemsstater skulle förbättra fondförvaltarens möjlighet att hantera omfattande begäranden om inlösen vid kritiska likviditetssituationer. Därutöver anges i rekommendation A att de nationella behöriga myndigheterna måste förtydliga tillfälliga stopp för inlösen.
- (10) Målet med rekommendation B är att minska och förhindra stora obalanser i likviditeten i öppna AIF-fonder. I vissa öppna AIF-fonder placeras stora delar av fondens investeringar i mindre likvida tillgångar. Detta inbegriper investeringsfonder som investerar i fast egendom, ej noterade värdepapper, lån och andra alternativa tillgångar. Sådana investeringsfonder måste kunna visa för de nationella behöriga myndigheterna, både under godkännandeprocessen och/eller därefter, att de kan upprätthålla sin investeringsstrategi under ansträngda marknadsförhållanden.
- (11) Rekommendation C ska främja att stresstester på fondnivå utförs enligt enhetliga metoder för stresstestning. Stresstester är verktyg som fondförvaltare kan använda för att identifiera eventuella svagheter i en investeringsstrategi och hjälpa en investeringsfond att förbereda verksamheten för en kris. Om de används på rätt sätt

(1) Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG av den 13 juli 2009 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) (EUT L 302, 17.11.2009, s. 32).

(2) Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU av den 8 juni 2011 om förvaltare av alternativa investeringsfonder samt om ändring av direktiv 2003/41/EG och 2009/65/EG och förordningarna (EG) nr 1060/2009 och (EU) nr 1095/2010 (EUT L 174, 1.7.2011, s. 1).

som verktyg för riskhantering och beslutsfattande bör stresstester minska likviditetsrisken på investeringsfondernas nivå och bidra till att minska likviditetsrisken i hela det finansiella systemet. Riktlinjerna för fondförvaltarna om metoder för stresstestning av deras likviditetsposition förväntas minska likviditetsrisken både på fondnivå och systemnivå, samt stärka företagens förmåga att hantera sin likviditet utifrån investerarnas intressen, inklusive att undvika överraskningar och påföljande panikreaktioner under perioder med oväntat höga krav på inlösen.

- (12) Rekommendation D ska säkerställa att det finns harmoniserade rapporteringsregler för fondföretag på unionsnivå. Även om många jurisdiktioner i unionen har rapporteringskrav för fondföretag, varierar praxis stort när det gäller frekvens, vilka fondföretag som omfattas samt vilka uppgifter som rapporteras. Avsaknaden av harmoniserade rapporteringsregler gör det omöjligt att fullt ut granska och bedöma de potentiella risker för den finansiella stabiliteten som utgår från fondföretagen. Harmoniserade rapporteringsregler för fondföretag kommer även att reducera existerande brister i rapporteringen för båda de nationella behöriga myndigheterna och industrin.
- (13) Rekommendation E ska underlätta genomförandet av artikel 25 i direktiv 2011/61/EU som inför ett makrotillsynsverktyg som ska begränsa hävstångseffekten i alternativa investeringsfonder. Ett gemensamt tillvägagångssätt bör förtydliga hur detta verktyg ska användas så att alla nationella behöriga myndigheter kan använda verktyget på ett harmoniserat sätt. Därför bör man ta fram riktlinjer för ett ramverk för riskbedömning och utformningen, kalibreringen och tillämpningen av begränsningar av hävstångseffekten.
- (14) Denna rekommendation förordar ett balanserat ramverk för att hantera de systemriskerna som kan uppstå, eller förstärkas, av sektorn investeringsfonder, samtidigt som man upprätthåller huvudprinciperna för inlösen som attraherar investerarna till öppna investeringsfonder och underlättar kollektiva investeringar.
- (15) Denna rekommendation beaktar andra internationella och EU-initiativ avseende makrotillsynsåtgärder för att minska risker som härrör från likviditetsobalanser hos investeringsfonder och fonder användning av finansiell hävstång, samt det arbete som rådet för finansiell stabilitet (FSB) och International Organization of Securities Commissions (Iosco) bedriver. Den 12 januari 2017 publicerade rådet för finansiell stabilitet rekommendationer avseende strukturella sårbarheter från tillgångsförvaltning som härrör från likviditetsobalanser och investeringsfonders användning av finansiell hävstång<sup>(1)</sup>. För att stödja FSB:s arbete har Iosco erhållit uppdraget att genomföra FSB:s rekommendationer. Detta arbete pågår för närvarande.
- (16) För att genomföra makrotillsynsåtgärderna i det aktuella regelverket för investeringsfonder och säkerställa att de nationella behöriga myndigheterna agerar konsekvent, riktar sig denna rekommendation delvis till Esma, avseende dess stödjande och samordnande roll.
- (17) För att tackla andra risker som utgår från investeringsfonder rekommenderas det att Europeiska kommissionen presenterar ytterligare lagstiftningsåtgärder. Det noteras att kommissionen redan har satt upp en översyn av lagstiftningen inom detta område på sin dagordning. Detta innebär en möjlighet att beakta de makrotillsynsfrågor som behandlas i rekommendationerna.
- (18) Europeiska systemrisknämndens rekommendationer offentliggörs efter det att styrelsen har informerat rådet om sin intention att göra detta och Europeiska unionens råd getts möjlighet att agera.

HÄRIGENOM REKOMMENDERAS FÖLJANDE.

#### AVSNITT 1

#### REKOMMENDATIONER

##### Rekommendation A – Verktyg för likviditetshantering vid inlösen

1. Det rekommenderas att kommissionen presenterar ett förslag om att unionslagstiftningen ska omfatta en gemensam rättslig ram för att inkludera ytterligare instrument för likviditetshantering (a-LMT) i utformningen av investeringsfonder med hemvist i unionen, så att beslutet om vilka a-LMT som ska inkluderas i fondbestämmelserna eller annan förhandsinformation om investeringsfonder kan fattas individuellt av varje enhet med ansvar för förvaltningen.

<sup>(1)</sup> Rådet för finansiell stabilitet, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, januari 2017.

2. Det rekommenderas att kommissionen presenterar ett förslag om att unionslagstiftningen ska inkludera ytterligare bestämmelser som specificerar de nationella behöriga myndigheternas roll när dessa använder sina befogenheter att tillfälligt stoppa inlösen i situationer där gränsöverskridande konsekvenser kan uppstå för den finansiella stabiliteten.
3. Det rekommenderas att kommissionen presenterar ett förslag om att unionslagstiftningen ska fastställa Esmas generella stödjande, samordnande och rådgivande roll i förhållande till de nationella behöriga myndigheternas befogenheter att tillfälligt stoppa inlösen i situationer när gränsöverskridande konsekvenser kan uppstå för den finansiella stabiliteten, i linje med rekommendation A.2.

#### **Rekommendation B – Ytterligare bestämmelser för att minska sannolikheten för stora obalanser i likviditeten**

Det rekommenderas att kommissionen presenterar ett förslag om att unionslagstiftningen ska inkludera åtgärder som begränsar öppna AIF-fonders användning av likviditetstransformering som kan bidra till uppbyggnaden av systemrisk eller risker för störningar på marknaderna.

#### **Rekommendation C – Stresstester**

För att främja tillsynskonvergens rekommenderas det att Esma tar fram riktlinjer som fondförvaltare ska beakta när de utför stresstester avseende likviditetsrisken för individuella AIF-fonder och fondföretag.

#### **Rekommendation D – Fondföretagens rapportering**

1. Det rekommenderas att kommissionen presenterar ett förslag om att unionslagstiftningen kräver att fondföretag och deras förvaltningsbolag regelbundet rapporterar uppgifter, särskilt avseende likviditetsrisk och hävstång, till den behöriga myndigheten och även överlämnar sådana uppgifter till den relevanta nationella behöriga myndigheten om denna inte är den behöriga myndigheten för fondföretagens rapportering.
2. Det rekommenderas att kommissionen föreslår att de uppgifter som avses i rekommendation D.1 ska rapporteras åtminstone kvartalsvis av en ur finansiellt stabilitetsperspektiv tillräckligt stor andel av alla fondföretag och förvaltningsbolag. Som ett minimum bör en tillräckligt stor delmängd av uppgifterna rapporteras årsvis av en representativ andel av alla fondföretag och förvaltningsbolag.
3. Det rekommenderas att kommissionen föreslår att de nationella behöriga myndigheterna ska ge de nationella behöriga myndigheterna i andra relevanta medlemsstater, Esma och ESRB tillgång till de uppgifter som avses i rekommendation D.1.

#### **Rekommendation E – Riktlinjer för artikel 25 i direktiv 2011/61/EU**

1. Det rekommenderas att Esma ger vägledning om ramverket för att bedöma i vilken omfattning användningen av finansiell hävstång i AIF-sektorn bidrar till uppbyggandet av systemrisk i det finansiella systemet.
2. Det rekommenderas att Esma ger vägledning om utformningen, kalibreringen och tillämpningen av begränsningar av hävstångseffekten ur makrotillsynsperspektiv.
3. Det rekommenderas att Esma ger vägledning om hur nationella behöriga myndigheter ska informera Esma, ESRB och andra nationella behöriga myndigheter om sin avsikt att vidta makrotillsynsåtgärder inom ramen för artikel 25.3 i direktiv 2011/61/EU.
4. Det rekommenderas att Esma använder den information som erhålls från nationella behöriga myndigheter enligt artikel 25.3 i direktiv 2011/61/EU för att skapa en referensram och dela med sig av kunskapen till nationella makrotillsynsmyndigheter och ESRB, om hur tillämpningen av hävstångsgränser samt andra begränsningar för AIF-fondernas förvaltning används i praktiken.

## AVSNITT 2

### GENOMFÖRANDE

#### **1. Definitioner**

1. I denna rekommendation gäller följande definitioner:

- a) *ytterligare instrument för likviditetshantering (a-LMT)*: instrument som hjälper öppna AIF-fonder och fondföretag samt deras ledning att vid varje tidpunkt hantera begäranden om inlösen på ett korrekt och effektivt sätt, särskilt i ansträngda marknadslägen. Dessa instrument bör även inkludera åtgärder efter det att en händelse inträffat, t.ex. tillfälliga stopp för inlösen eller uppskjutna återbetalningar (inlösen spärrar/förlängda handläggningstider), och preventiva åtgärder som allokering av transaktionskostnader till köpande/säljande investerare ("swing pricing"/avgifter för utspädningsskydd).

- b) *alternativa investeringsfonder (AIF-fonder)*: företag för kollektiva investeringar såsom definieras i artikel 4.1 a i direktiv 2011/61/EU.
- c) *förvaltare av alternativa investeringsfonder (AIF-förvaltare)*: samma betydelse som i artikel 4.1 b, med beaktande av de undantag som framgår av artikel 2.3 och undantagen enligt artikel 3, i direktiv 2011/61/EU.
- d) *AIF-förvaltare för öppna AIF-fonder*: de som faller i den kategori som definieras i artikel 1.2 i kommissionens delegerade förordning (EU) nr 694/2014 <sup>(1)</sup>.
- e) *enhet som ansvarar för förvaltningen*: i) ett förvaltningsbolag enligt definitionen i artikel 2.1 b i direktiv 2009/65/EG, ii) ett fondföretag som bildats som investeringsbolag som inte har utsett något förvaltningsbolag i enlighet med direktiv 2009/65/EG, iii) en AIF-förvaltare enligt artikel 4.1 b i direktiv 2011/61/EU, och iv) en internt förvaltd AIF-fond som bildats som investeringsbolag som inte har utsett någon AIF-förvaltare som avses i artikel 5.1 b i direktiv 2011/61/EU.
- f) *finansiell hävstång*: en metod genom vilken en investeringsfond ökar sin exponering bortom fondens tillgångar genom antingen lån av kontanter eller värdepapper, eller genom finansiell hävstång som härrör från derivatinstrument eller på något annat sätt.
- g) *nationell behörig myndighet*: den behöriga myndigheten såsom definieras i artikel 2.1 h i direktiv 2009/65/EG eller i artikel 4.1 f i direktiv 2011/61/EU.
- h) *systemrisk*: samma betydelse som i artikel 2 c i förordning (EU) nr 1092/2010.
- i) *företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag)*: ett företag enligt definitionen i artikel 1.2 i direktiv 2009/65/EG som har erhållit auktorisation i enlighet med artikel 5 i det direktivet.
- j) *fondbolags förvaltningsbolag*: samma betydelse som framgår av artikel 2.1 b i direktiv 2009/65/EG.

2. Bilagorna I och II utgör en integrerad del av denna rekommendation. Huvudtexten har dock tolkningsföreträde.

## 2. Kriterier för genomförandet

1. Följande kriterier gäller för genomförandet av denna rekommendation:

- a) Rekommendationen omfattar AIF-fonder, AIF-förvaltare, fondföretag samt deras förvaltningsbolag.
  - b) Regelarbitrage bör undvikas.
  - c) Proportionalitetsprincipen ska beaktas så att man beaktar målsättningen och innehållet i varje rekommendation.
  - d) Kriterierna för att uppfylla rekommendationerna framgår av bilaga I.
2. Mottagarna ska meddela ESRB och rådet vilka åtgärder som de vidtar med anledning av denna rekommendation, eller på lämpligt sätt motivera eventuell passivitet. Rapporterna bör som minimum innehålla
- a) information om vidtagna åtgärder samt tidsramarna för dessa, inkl. eventuella åtgärder som vidtas avseende de europeiska tillsynsmyndigheterna,
  - b) en bedömning av huruvida de vidtagna åtgärderna kommer att uppnå målen för denna rekommendation,
  - c) en ingående motivering av varför man avstått från att vidta åtgärder eller gjort avsteg från denna rekommendation, inklusive eventuella förseningar.

## 3. Tidsfrister för uppföljning

Adressaterna ska meddela ESRB och rådet vilka åtgärder som de vidtar med anledning av denna rekommendation, eller på lämpligt sätt motivera eventuell passivitet, enligt vad som anges nedan.

1. Rekommendation A

Senast den 31 december 2020 ska kommissionen överlämna en rapport om hur rekommendationerna A.1, A.2 och A.3 har genomförts till ESRB och rådet.

<sup>(1)</sup> Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 694/2014 av den 17 december 2013 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU vad gäller tekniska standarder för tillsyn för att avgöra typ av förvaltare av alternativa investeringsfonder (EUT L 183, 24.6.2014, s. 18).

## 2. Rekommendation B

Senast den 31 december 2020 ska kommissionen lämna en rapport till ESRB och rådet om hur rekommendation B har genomförts.

## 3. Rekommendation C

Senast den 30 juni 2019 ska Esma lämna de riktlinjer som avses i rekommendation C till ESRB och rådet.

## 4. Rekommendation D

Senast den 31 december 2020 ska kommissionen överlämna en rapport om hur rekommendationerna D.1, D.2 och D.3 har genomförts till ESRB och rådet.

## 5. Rekommendation E

a) Senast den 30 juni 2019 ska Esma lämna de riktlinjer som avses i rekommendationerna E.1, E.2 och E.3 till ESRB och rådet.

b) Med början den 31 december 2019 ska Esma minst en gång per år tillhandahålla de nationella makrotillsynsmyndigheterna och ESRB den information som avses i rekommendation E.4.

## 4. Granskning och utvärdering

### 1. ESRB-sekretariatet ska

a) stödja adressaterna, säkerställa en samordnad rapportering, tillhandahållandet av relevanta förlagor och information om tillvägagångssätt och tidsfrister för uppföljningen,

b) verifiera adressaternas uppföljning, hjälpa adressaterna när dessa så önskar och lämna rapporter om uppföljningen till styrelsen via styrkommittén.

2. Styrelsen kommer att bedöma adressaternas åtgärder och förklaringar och i förekommande fall besluta huruvida denna rekommendation inte har följts och huruvida en adressat har underlåtit att motivera sin passivitet på lämpligt sätt.

Utfärdad i Frankfurt am Main den 7 december 2017.

Francesco MAZZAFERRO

*Chef för ESRB:s sekretariat, på ESRB-styrelsens vägnar*

## BILAGA I

## KRITERIER FÖR ATT UPPFYLLA REKOMMENDATIONERNA

**Rekommendation A**

För **rekommendation A** ska nedanstående kriterier uppfyllas.

## A.1 – Tillgång till ytterligare instrument för likviditetshantering

Unionslagstiftningen bör ge utrymme för ett större antal ytterligare instrument för likviditetshantering (a-LMT) samtidigt som den fastställer att det är tillgångsförvaltaren som bär huvudansvaret för att aktivera och genomföra a-LMT, och att vissa av verktygen inte kommer att vara lämpliga eller nödvändiga för alla typer av öppna fonder. a-LMT bör stödja öppna alternativa investeringsfonder (AIF) och företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) samt även deras ledning att vid varje tidpunkt hantera begäranden om inlösen på ett korrekt och effektivt sätt, särskilt i ansträngda marknads lägen.

Kommissionens ändringsförslag avseende relevant unionslagstiftning bör inkludera följande skyldigheter:

- a) AIF-förvaltare för öppna AIF-fonder och fondföretags förvaltningsbolag ska bedöma alla tillgängliga instrument för likviditetshantering (a-LMT) och särskilt bedöma vilka av dem är lämpliga för deras fonders investeringsstrategier och ska inkluderas i fondbestämmelserna eller annan förhandsinformation om investeringsfonderna för att användas både under normala och kritiska marknadsförhållanden och ge investerarna tillräcklig klarhet vad gäller användningen av sådana verktyg.
- b) AIF-förvaltare för öppna AIF-fonder och fondföretags förvaltningsbolag ska åtminstone inkludera befogenheten att, särskilt under kritiska marknadsförhållanden, tillfälligt stoppa inlösen i fondbestämmelserna eller annan förhandsinformation om de investeringsfonder som de förvaltar.
- c) AIF-förvaltare för öppna AIF-fonder och fondföretags förvaltningsbolag ska säkerställa att det finns tillräcklig operativ kapacitet och beredskapsplanering för att aktivera ytterligare verktyg för likviditetshantering (a-LMT) vid rätt tidpunkt.
- d) AIF-förvaltare för öppna AIF-fonder och fondföretags förvaltningsbolag ska rapportera till de nationella behöriga myndigheterna om genomförandet och användningen av a-LMT i kritiska marknadsförhållanden.
- e) Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) ska, efter att ha inhämtat Europeiska systemrisknämndens (ESRB) yttrande avseende makrotillsynsåtgärder, ta fram vägledning om
  - i) definitioner och särdrag för a-LMT,
  - ii) kriterierna för lämplighetsbedömningen enligt punkt A.1 a,
  - iii) transparenskraven för de a-LMT som inrättas enligt punkt A.1 a,
  - iv) övergripande principer för hur a-LMT bör genomföras i en fonds likviditetshantering,
  - v) hur man bedömer och hanterar eventuella oönskade konsekvenser när man använder a-LMT,
  - vi) kravet att rapportera till de nationella behöriga myndigheterna enligt punkt A.1 d, och
  - vii) hur öppen och transparent användningen av a-LMT är för investerarna när dessa aktiveras och under den tid då de används.

Vägledningen bör beakta nödvändiga beredskapsplaner som bör tillämpas i förväg, i enlighet med punkt A.1 c, så att sådana a-LMT kan aktiveras snabbt och effektivt.

## A.2 – Ytterligare bestämmelser när nationella behöriga myndigheter tillfälligt stoppar inlösen med gränsöverskridande konsekvenser för den finansiella stabiliteten

Kommissionens ändringsförslag avseende unionslagstiftning bör inkludera:

- a) Ett förtydligande av de nationella behöriga myndigheternas respektive roller och samarbetet dem emellan avseende tillfälliga stopp av inlösen där gränsöverskridande konsekvenser kan uppstå för den finansiella stabiliteten, där en AIF-fond eller ett fondföretag är etablerat i en medlemsstat men där AIF-förvaltaren eller fondföretagets förvaltningsbolag är etablerat i en annan medlemsstat, dvs. gränsöverskridande konsekvenser.

- b) En skyldighet för den nationella behöriga myndigheten att, när den utövar sin befogenhet att fatta beslut om tillfälliga stopp av inlösen pga. att gränsöverskridande konsekvenser kan uppstå för den finansiella stabiliteten, informera andra relevanta nationella behöriga myndigheter, Esma och ESRB, innan sådana åtgärder vidtas.

A.3 – Ytterligare bestämmelser om Esmas roll i relation till myndigheter som tillfälligt stoppar inlösen med gränsöverskridande konsekvenser för den finansiella stabiliteten

Kommissionens ändringsförslag avseende relevant unionslagstiftning bör inkludera en skyldighet för Esma att säkerställa dess generella stödande, samordnande och rådgivande roll i förhållande till de nationella behöriga myndigheternas befogenheter att tillfälligt stoppa inlösen i situationer när gränsöverskridande konsekvenser kan uppstå för den finansiella stabiliteten.

### **Rekommendation B**

För **rekommendation B** ska nedanstående kriterier uppfyllas.

Kommissionens ändringsförslag avseende relevant unionslagstiftning bör inkludera följande:

- a) Esma bör ges befogenhet att ta fram en förteckning över mindre likvida tillgångar, baserat på sin egen analys, efter att ha inhämtat ESRB:s yttrande avseende makrotillsynsåtgärder och synpunkter från Europeiska bankmyndigheten och Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten avseende konsekvensfrågor som berör olika sektorer. När Esma upprättar denna förteckning bör den åtminstone beakta fast egendom, ej noterade värdepapper, lån och andra alternativa tillgångar som sannolikt är mindre likvida tillgångar. Analysen bör bl.a. beakta den tid som beräknas gå åt för att likvidera dessa tillgångar under kritiska marknadsförhållanden.
- b) ett krav om att AIF-förvaltare för öppna AIF-fonder vars investeringsstrategi är att investera avsevärda tillgångar i sådana tillgångar som är upptagna på förteckningen över mindre likvida tillgångar enligt punkt B a, ska visa för de nationella behöriga myndigheterna att de har kapacitet att bibehålla sin investeringsstrategi under förutsebara marknadsförhållanden. Bedömningen ska bl.a. omfatta skraddarsydda inlösenpolicyer, genomförandet av a-LMT och/eller interna begränsningar för sådana tillgångar som är upptagna på förteckningen över mindre likvida tillgångar enligt punkt B a. Om sådana interna begränsningar finns bör dessa meddelas de nationella behöriga myndigheterna när de relevanta fonderna etableras, och därefter rapporteras varje gång begränsningar ändras. Uppgifterna bör även redovisas för investerarna på grundval av riktlinjer som tas fram av Esma.
- c) Ett handlingsutrymme avseende införandet av övergångsbestämmelser för AIF-förvaltare för öppna AIF-fonder som anger hur fort man måste uppfylla lagstiftarens krav när nya tillgångar läggs till förteckningen över mindre likvida tillgångar enligt punkt B a, och när tidsfrister åsidosätts, vid behov, för att undvika oavsiktliga, skadliga effekter.

### **Rekommendation C**

För **rekommendation C** ska nedanstående kriterier uppfyllas.

Esma's riktlinjer för stresstestning av likviditetspositioner bör bl.a. inkludera

- a) scenarierna för stresstestningen av likviditetspositioner,
- b) strategin bakom stresstestning av likviditetspositioner, inbegripet intern användning av resultaten av stresstesterna av likviditetspositioner,
- c) en bedömning av hur tillgångs- och skuldsidan i en investeringsfonds balansräkning påverkas, och
- d) tidpunkt och frekvens då individuella fonder ska genomföra stresstester av likviditetspositioner.

Dessa riktlinjer bör baseras på bestämmelserna om stresstester som framgår av direktiv 2011/61/EU och hur marknadsaktörer genomför stresstester.

### **Rekommendation D**

För **rekommendation D** ska nedanstående kriterier uppfyllas.

D.1 – Rapporteringskrav för fondföretag och fondföretagens förvaltningsbolag

Kommissionens ändringsförslag avseende relevant unionslagstiftning bör inkludera rapporteringsskyldigheter avseende uppgifter om både förvaltare och fond samtidigt som de också speglar fondföretags särdrag. De rapporterade uppgifterna ska möjliggöra en nöjaktig granskning av potentiella sårbarheter som kan bidra till systemrisk och åtminstone omfatta:

- a) värdet av de förvaltade tillgångarna för alla fondföretag som förvaltas av ett förvaltningsbolag,
- b) handlade instrument och individuella exponeringar,



- c) investeringsstrategi,
- d) total exponering/hävstång,
- e) stresstester,
- f) effektiva portföljförvaltningsmetoder,
- g) motpartsrisk/säkerhet,
- h) likviditetsrisk,
- i) kreditrisk, och
- j) handelsvolym.

Där så är lämpligt bör kommissionen föreslå en harmonisering av alla rapporteringskrav för investeringsfonder och deras förvaltare, särskilt mellan den rekommenderade rapporteringen för fondföretag och de åtgärder som redan genomförts för rapporteringen inom ramen för direktiv 2011/61/EU. I detta sammanhang bör kommissionen också beakta rapporteringskraven enligt Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1131<sup>(1)</sup>. En sådan harmonisering bör bygga på existerande rapporteringsordningar, uppnå synergieffekter och undvika en alltför omfattande rapporteringsbörda för tillgångsförvaltare.

Kommissionens ändringar av unionslagstiftning bör därför inkludera en bestämmelse som stadgar att, om den behöriga myndigheten för ett fondföretags förvaltningsbolag är en annan myndighet än den behöriga myndigheten för fondföretaget, så måste fondföretags förvaltningsbolag på anmodan även överlämna den information som rapporterats till den behöriga myndigheten för fondföretaget.

#### D.2 – Frekvens och omfattning av rapporteringsskyldigheterna för fondföretag och deras förvaltningsbolag

För att beakta risker för den finansiella stabiliteten bör kommissionens ändringsförslag avseende unionslagstiftning inkludera följande krav:

- a) De uppgifter som omnämns i rekommendation D.1 ska rapporteras åtminstone på kvartalsbasis för att möjliggöra en effektiv övervakning av riskerna för den finansiella stabiliteten, samtidigt som man också beaktar proportionalitetsaspekter avseende de enheter som är rapporteringsskyldiga.
- b) Det samlade värdet av de tillgångar som förvaltas av förvaltningsbolaget och de tillgångar som förvaltas av individuella fondföretag bör beaktas när man fastställer rapporteringens omfattning, så att man säkerställer att en tillräckligt stort andel av industrin omfattas av rapporteringen.

#### D.3 – Harmoniserad rapportering och informationsutbyte

Kommissionens ändringsförslag avseende unionslagstiftning bör inkludera en skyldighet att överlämna den information som omnämns i rekommendation D.1 till de nationella behöriga myndigheterna i andra relevanta medlemsstater, Esma och ESRB för att säkerställa en harmonisering av rapporteringen från fondföretag med praxis avseende informationsutbyte enligt direktiv 2011/61/EU. I detta sammanhang bör kommissionen också beakta rapporteringskraven enligt förordning (EU) 2017/1131.

### **Rekommendation E**

För **rekommendation E** ska nedanstående kriterier uppfyllas.

#### E.1 – Bedömning av hävstångsrelaterade systemrisk

Esma's vägledning bör inkludera:

- a) en gemensam minimiuppsättning indikatorer som de nationella behöriga myndigheterna ska beakta vid sin bedömning,
- b) instruktioner om att beräkna indikatorerna som avses i punkt E.1 a utifrån de uppgifter som rapporteras enligt artikel 24 i direktiv 2011/61/EU, och
- c) kvalitativa och, om lämpligt, kvantitativa beskrivningar av tolkningen av indikatorerna inom ramen för bedömningsramen.

<sup>(1)</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1131 av den 14 juni 2017 om penningmarknadsfonder (EUT L 169, 30.6.2017, s. 8).

Den gemensamma uppsättningen indikatorer som avses i punkt E.1 a bör

1. underlätta en bedömning av den finansiella hävstångens nivå, källa och användningsområde,
2. underlätta en bedömning av de huvudsakliga kanaler genom vilka systemriskerna kan uppstå, dvs. blyxtförsäljningar, spridningseffekter till finansinstitut och störningar i kreditförmedlingen, samt
3. vara operativa och tillräckliga så att de nationella behöriga myndigheterna kan informera Esma, i samband med dess rådgivning enligt artikel 25.6 i direktiv 2011/61/EU och de principer som framgår av artikel 112 i kommissionens delegerade förordning (EU) 231/2013<sup>(1)</sup>, om huruvida förutsättningarna för att införa begränsningar för den finansiella hävstången eller andra åtgärder som AIF-förvaltaren får vidta är uppfyllda.

E.2 – Hävstångsgränser för makrotillsyn

Esma:s vägledning bör inkludera

- a) En beskrivning av de olika typerna av hävstångsgränser, inbegripet en bedömning av hur effektiva de är och huruvida de bidrar till att minska alltför stor hävstång.
- b) En uppsättning principer som de nationella behöriga myndigheterna ska beakta när de kalibrerar hävstångsgränser. Sådana principer ska åtminstone inkludera alla nedanstående aspekter: i) ett ställningstagande där det framgår att gränserna för finansiell hävstång ska baseras på de åtgärder som framgår av direktiv 2011/61/EU, ii) kriterier för att tillämpa gränser för finansiell hävstång, och iii) principerna för en periodisk översyn av gränserna för finansiell hävstång,
- c) En uppsättning principer som de nationella behöriga myndigheterna ska beakta när de överväger att införa gränser för finansiell hävstång, som åtminstone omfattar alla nedanstående aspekter: i) principer för att balansera ett regelbaserat och diskretionärt tillvägagångssätt när man sätter gränser, ii) principer för samverkan med andra policyåtgärder, iii) principer för samordning mellan unionens myndigheter.

E.3 – Delgivningsförfarande

Den vägledning som Esma ger bör göra det möjligt för de nationella behöriga myndigheterna att informera Esma, ESRB och andra relevanta nationella behöriga myndigheter. Vägledningen bör särskilt inkludera, men inte vara begränsad till, ett effektivt arbetsflöde och mallar för underrättelser och rapporteringskrav för de nationella behöriga myndigheternas bedömning av huruvida man behöver vidta makrotillsynsåtgärder enligt artikel 25.3 i direktiv 2011/61/EU.

E.4 – Riktmärkning

Esma bör på årsbasis dela följande uppgifter med nationella makrotillsynsmyndigheter och ESRB:

- a) Resultaten, i förekommande fall, av den riktmärkning som genomförts.
- b) Hur, i förekommande fall, tillämpningen av hävstångsgränser samt andra begränsningar för AIF-fondernas förvaltning använts i praktiken, med utgångspunkt i den information som erhållits från nationella behöriga myndigheter enligt artikel 25.3 i direktiv 2011/61/EU.

---

<sup>(1)</sup> Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 231/2013 av den 19 december 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU vad gäller undantag, allmänna verksamhetsvillkor, förvaringsinstitut, finansiell hävstång, öppenhet och tillsyn (EUT L 83, 22.3.2013, s. 1).

## BILAGA II

## EKONOMISK GRUND OCH BEDÖMNING

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

	Sida
<b>Förteckning över förkortningar</b> .....	12
<b>I. Inledning</b> .....	13
<b>II. ESRB:s rekommendation om likviditetsrisk och bruttosoliditetsrisk i investeringsfonder</b> .....	17
<b>II.1 Rekommendation A – Verktyg för likviditetshantering vid inlösen</b> .....	17
II.1.1 Ekonomisk grund och avsedda effekter .....	17
Rekommendation A(1) – Tillgång till ytterligare instrument för likviditetshantering .....	17
Rekommendation A(2) och A(3) – Ytterligare bestämmelser om de nationella behöriga myndigheterna och om Esmas roll i relation till myndigheternas tillfälliga stopp för inlösen med gränsöverskridande konsekvenser för den finansiella stabiliteten .....	21
II.1.2 Oavsiktliga effekter .....	22
<b>II.2 Rekommendation B – Ytterligare bestämmelser för att minska sannolikheten för stora obalanser i likviditeten</b> .....	22
II.2.1 Ekonomisk grund och avsedda effekter .....	22
II.2.2 Oavsiktliga effekter .....	30
<b>II.3 Rekommendation C – Stresstester</b> .....	31
II.3.1 Ekonomisk grund och avsedda effekter .....	31
II.3.2 Oavsiktliga effekter .....	34
<b>II.4 Rekommendation D – Fondföretagens rapportering</b> .....	35
II.4.1 Ekonomisk grund och avsedda effekter .....	35
Rekommendation D(1) – Rapporteringskrav för fondföretagens förvaltningsbolag .....	35
Rekommendation D(2) – Frekvens och omfattning av rapporteringsskyldigheterna för fondföretag och deras förvaltningsbolag .....	38
Rekommendation D(3) – Harmoniserad rapportering och informationsutbyte .....	39
II.4.2 Oavsiktliga effekter .....	39
<b>II.5 Rekommendation E – Riktlinjer för artikel 25 i direktiv 2011/61/EU</b> .....	40
II.5.1 Ekonomisk grund och avsedda effekter .....	40
Rekommendation E(1) – Bedömning av hävstångsrelaterade systemrisker .....	40
Rekommendation E(2) – Hävstångsgränser för makrotillsyn .....	45
Rekommendation E(3) – Delgivningsförfarande .....	48
Rekommendation E(4) – Riktmärkning .....	48
II.5.2 Oavsiktliga effekter .....	48
<b>Referenser</b> .....	49
<b>Tillägg</b> .....	52

**Förteckning över förkortningar**

<b>a-LMT</b>	ytterligare instrument för likviditetshantering
<b>AIF</b>	alternativ investeringsfond
<b>AIFM</b>	förvaltare av en alternativ investeringsfond
<b>AuM</b>	förvaltade tillgångar
<b>CESR</b>	Europeiska värdepapperstillsynskommittén
<b>CIS</b>	företag för kollektiva investeringar
<b>CLMT</b>	verktyg för kontracyklisk likviditetshantering
<b>CRE</b>	kommersiell fastighet
<b>VPC</b>	värdepapperscentral
<b>EBA</b>	Europeiska bankmyndigheten
<b>ECB</b>	Europeiska centralbanken
<b>EES</b>	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
<b>Eltif</b>	europiska långsiktiga investeringsfonder
<b>ECBS</b>	Europeiska centralbankssystemet
<b>Esma</b>	Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten
<b>ESRB</b>	Europeiska systemrisknämnden
<b>EU</b>	Europeiska unionen
<b>EUR</b>	euro
<b>FSB</b>	Rådet för finansiell stabilitet
<b>FVP</b>	prissättning till verkligt värde
<b>Iosco</b>	Internationella organisationen för värdepapperstillsyn
<b>ITS</b>	teknisk genomförandestandard
<b>MMF</b>	penningmarknadsfond
<b>NAV</b>	fondandelsvärde
<b>NCA</b>	nationell behörig myndighet
<b>OTC</b>	over-the-counter
<b>RTS</b>	teknisk standard för tillsyn
<b>SEC</b>	Förenta staternas värdepappersinspektion
<b>UCITS</b>	fondföretag (företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper)
<b>VaR</b>	VaR-mått, Value-at-Risk

Denna bilaga innehåller bakgrundsmaterial till ESRB:s rekommendationer och fungerar som stöd för deras genomförande i EU. Rekommendationerna diskuteras nedan i detalj, och den ekonomiska grund och bedömning som åtföljer varje rekommendation beskrivs med avseende på avsiktliga och oavsiktliga effekter och potentiell inverkan på marknaden. Arbetet med analysen grundar sig i stor utsträckning på forsknings- och policydokument, nationella föreskrifter och resultaten av Esmas, ESRB:s och Ioscoss undersökningar (t.ex. tillgången till och användningen av verktyg för likviditetshandling, användningen av finansiell hävstång enligt Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG<sup>(1)</sup> och Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU<sup>(2)</sup> samt fondförvaltarens metoder för stresstestning).

## I. Inledning

### Strukturella överväganden

**Europeiska unionens investeringsfundssektor har vuxit avsevärt under senare år.** Från 2008 och fram till tredje kvartalet 2017 har de totala nettotillgångarna i EU:s investeringsfonder mer än fördubblats, från 6,2 biljoner euro till 15,3 biljoner euro<sup>(3)</sup>. Det bör även noteras att storleken på de europeiska AIF-fonderna mer än tredubblades under samma period, en ökning från 1,6 biljoner euro till 5,8 biljoner euro<sup>(4)</sup>. Eftersom sektorn för investeringsfonder utgör en växande del av den totala finansmarknaden blir hanteringen av systemriskerna inom sektorn allt mer relevant.

**Investeringsfonderna uppvisar en särskilt komplex uppsättning potentiella beteenden till följd av oro på marknaden.** Investeringsfonderna är bara en av flera typer av investerare på finansmarknaderna – bland de övriga kan nämnas banker, försäkringsbolag, pensionsfonder, icke-professionella investerare, family offices, nationella placeringsfonder och förmedlare av olika slag. Varje typ har sina egna specifika beteenden. En egenskap som är typisk för investeringsfonder är att de samlar in medel från ett stort antal olika slutinvestorer och kanaliserar denna investering ut på marknaderna genom en kollektiv investeringsstruktur. Detta arbetssätt, i kombination med det faktum att de flesta av investeringsfonderna är "öppna" (dvs. slutinvesterarna kan dra tillbaka sin investering från fonden före de underliggande tillgångarnas förfallodag), betyder att investeringsfonderna uppvisar en särskilt komplex uppsättning potentiella beteenden vid oro på marknaden. En särskild möjlighet är att en investeringsfond, eller en delsektor av en investeringsfond, kan sälja tillgångar i betydande omfattning på en fallande marknad som svar på marknadsoron och investerarnas omfattande inlösen, och därigenom förvärma marknadsstörningen och bidra till finansiell instabilitet.

**Investeringsfonder har en tendens att bibehålla sin investeringsstrategi när det uppstår störningar på marknaden.** Med undantag av vissa AIF-fonder använder investeringsfonder vanligen hävstångseffekter i liten utsträckning<sup>(5)</sup>. I detta fall tenderar fonder som inte är utsatta för ett högt tryck av ökad inlösen att behålla sina tillgångar, och de kan även försöka utnyttja tillfället att förvärva tillgångar när priserna faller och därmed skapa en kontracyklisk effekt.

### Riskällor

**Den huvudsakliga orsaken till att fonder ibland agerar annorlunda och säljer på en fallande marknad under en period med marknadsstörningar är en oväntat hög nivå av krav på inlösen.** Även om detta inte har varit det förhärskande mönstret historiskt sett har det förekommit några fall med omfattande krav på inlösen under perioder med oro på marknaden. En investeringsfonds tidigare beteendemönster är dessutom inte nödvändigtvis en indikation på dess framtida beteende. Därför kan vi inte vara säkra på om dessa fall av omfattande krav på inlösen kommer att vara sällsynta eller isolerade händelser i framtiden. Ett skäl till att det kan förekomma omfattande krav på inlösen under perioder med marknadsoro är det faktum att investeringsfonder inte enbart agerar som förmedlare av långsiktiga kapitalinvesteringar utan finansiell hävstång. I stället används fonderna ibland av investerare som har mer kortsiktiga perspektiv, och andelen sådana investerare kan variera avsevärt beroende på andra faktorer som påverkar marknaden. Detta skapar utrymme för betydligt högre systemrisker inom sektorn än vad som skulle vara fallet om perioder med omfattande inlösen endast var sällsynta eller isolerade händelser. Allt eftersom sektorn växer blir detta faktum i sin tur en allt viktigare del av den totala systemrisken.

<sup>(1)</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG av den 13 juli 2009 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) (EUT L 302, 17.11.2009, s. 32).

<sup>(2)</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU av den 8 juni 2011 om förvaltare av alternativa investeringsfonder samt om ändring av direktiv 2003/41/EG och 2009/65/EG och förordningarna (EG) nr 1060/2009 och (EU) nr 1095/2010 (EUT L 174, 1.7.2011, s. 1).

<sup>(3)</sup> *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017*, Europeiska fondbolagens förening, december 2017.

<sup>(4)</sup> Det bör noteras att AIF-fonderna sedan år 2014 har klassificerats i enlighet med den definition som föreskrivs i direktiv 2011/61/EU. Sedan dess har nettotillgångarna ökat med mer än 25 procent.

<sup>(5)</sup> Europeiska systemrisknämnden, *EU Shadow Banking Monitor*, nr 2, maj 2017.

**Den andra viktiga källan till systemrisk är det faktum att det förekommer incitament att välja avkastning före likviditet eller att öka hävstångseffekten för att erbjuda en avkastning som är attraktiv för investerarna.** Ju högre hävstångseffekt en investeringsfond har, desto mindre troligt är det att den uppvisar motståndskraft under perioder med oro på marknaden. Ju mer en investeringsfond prioriterar avkastning framför likviditet, desto sämre blir förutsättningarna att hantera toppar med omfattande krav på inlösen på ett ordnat sätt. Detta beteende kan förvärras om prioriteringen inte är uppenbar för potentiella investerare, antingen på grund av att de investerade tillgångarna kan uppfattas som likvida även om likviditeten inte är motståndskraftig, eller på grund av att hävstångseffekten är inbäddad i derivatinstrument som döljer prioriteringens omfattning.

**Den tredje källan till systemrisk är det sätt på vilket mekanismen för inlösen fungerar.** Öppna investeringsfonder kan ge upphov till s.k. "först till kvarn-fördelar", vilket innebär att investerare som löser in andelar inte bär hela kostnaden vid tidig inlösen, vilken i stället förs vidare till de återstående andelsägarna. Fondförvaltare måste även ta hänsyn till sitt anseende, vilket kan leda till att de är motvilliga att införa tillfälliga stopp för inlösen även om det skulle ligga i investerarnas intresse att göra detta, samtidigt som de måste balansera mellan att tillhandahålla likviditet till investerare som har begärt inlösen så länge det finns likviditet i fonden och att fastställa om omständigheterna är tillräckligt exceptionella för att motivera ett tillfälligt stopp.

**Den fjärde källan till systemrisk är att inlösningsmekanismens funktion beror på marknadlikviditeten.** För många av de instrument som investeringsfonder investerar i har likviditeten traditionellt sett varit beroende av marknadsgaranter och varierat över tid och mellan olika instrument. Den senaste utvecklingen – däribland minskningen av volatiliteten, den ökande användningen av elektronisk handel, fragmenteringen av likviditetskällorna och de minskande innehaven av tillgångar hos traditionella marknadsgaranter som banker och mäklare/handlare, såväl som penningpolitiken och andra cykliska faktorer – visar att strukturen för tillhandahållande av likviditet kan ändras över tid (även om den pågående forskningen ännu inte har påvisat otvetydiga bevis på minskad likviditet). Dessa förändringar kan påverka hur säkert tillhandahållandet av likviditet visar sig vara när marknaderna sätts under press. Betydelsen av dessa förändringar i likviditetsstrukturen är svår att förutse, och som en följd av detta kan investeringsfonderna bli beroende av likviditetsnivåer som är mindre motståndskraftiga än vad som förväntades.

**Det finns ett viktigt samband mellan funktionerna för finansiell hävstång, likviditet och inlösen i investeringsfonder.** Investeringsfonder med finansiell hävstång som riskerar högre marginal-säkerhetskrav, indragning av finansiering eller ökade värderingsavdrag kan göra snabba justeringar om de innehar tillgångar som kan likvideras snabbt. Om en högt belånad fond som innehar begränsade likvida tillgångar riskerar att drabbas av kortsiktig inlösen eller ändrade lånevillkor kan den emellertid behöva sälja sina tillgångar snabbt på mindre likvida marknader (sälja till reducerat pris) för att uppfylla sina skyldigheter. Även om investeringsfonder med marginalsäkerhetskrav tillfälligt kan stoppa inlösen i investerarnas intresse måste fonden snabbt anskaffa kontanter via nödfinansiering och/eller försäljning av tillgångar för att undvika likvidation, vilket kan medföra en betydande motpartsrisk och ha stor inverkan på tillgångarnas pris.

**Centralbanker, marknader och tillsynsmyndigheter för värdepapper har uttryckt oro över investeringsfondernas potential att förstärka systemriskerna<sup>(1)</sup>.** På global nivå har FSB konstaterat att investeringsfondernas likviditetsobalans och användning av finansiell hävstång kan ge upphov till betydande strukturell sårbarhet inom fondförvaltningssektorn. FSB har även betonat hur viktigt det är att undersöka och ta itu med eventuella strukturella sårbarheter i samband med likviditetsobalans och investeringsfondernas användning av finansiell hävstång som kan utgöra risker för den finansiella stabiliteten. FSB rekommenderar till exempel att myndigheterna ska övervaka fondernas användning av finansiell hävstång och vidta åtgärder i lämpliga fall<sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> Se Bank of Englands *Financial Stability Report – December 2015*, Esmas *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* nr 2, 2015, ECB:s *Financial Stability Review*, maj 2016, *Update on Review of Asset Management Products and Activities* från Financial Stability Oversight Council, april 2016, tal av Vítor Constâncio med rubriken *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, april 2016, tal av Steven Maijoor med rubriken *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, maj 2015 och tal av Mary Jo White med rubriken *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*, rådet för finansiell stabilitet, januari 2017.

## Det nuvarande regelverket för investeringsfondernas likviditet och användning av finansiell hävstång

I Europa består det regelverk som reglerar investeringsfondernas likviditet och användning av finansiell hävstång av direktiven 2009/65/EG och 2011/61/EU. Dessa direktiv utgör grunden för hur investeringsfonder i Europa ska förvalta sin likviditet och sina hävstångspositioner och fungerar som utgångspunkt för bedömningen av systemrisker till följd av investeringsfondernas likviditetsobalans och användningen av finansiell hävstång.

**Fondföretag är starkt reglerade investeringsfonder.** Fondföretag är investeringsfonder som investerar i godtagbara tillgångar, däribland kontanter, kontantliknande insättningar, obligationer, aktier, penningmarknadsinstrument och andra investeringsfonder (se ruta 1a). I teorin är fondföretag mindre utsatta för likviditetsobalans eftersom handeln med både deras tillgångar och deras skulder förväntas ske inom en begränsad tidsram. De kan endast investera i överförbara säkerheter eller i andra likvida finansiella tillgångar vars behörighetsregler anges i ett specifikt direktiv<sup>(1)</sup>. Fondföretag är skyldiga (under förutsättning att investeringsfonden kan upphävas tillfälligt) att lösa in en investerares andel vid mottagande av en begäran från andelsägaren. Detta innebär att fondföretag måste tillåta inlösen minst två gånger i månaden, även om många fondföretag tillåter inlösen varje dag eller varje vecka. När det gäller användningen av finansiell hävstång drivs fondföretag enligt lagstadgade hävstångsgränser. Fondföretag får endast använda finansiell hävstång via osäkrad upplåning av kontanter mot upp till 10 procent av sina tillgångar och under förutsättning att en sådan upplåning endast är tillfällig (se ruta 1b). Som ett resultat av detta kan fondföretag som både använder upplåning av kontanter och värdepapper eller derivatinstrument för att finansiera transaktioner belåna upp till högst 2,1 gånger sitt fondandelsvärde (NAV).

**AIF-fonder är investeringsfonder som har tillstånd att investera i tillgångar som liknar de som används i fondföretag, men som inte omfattas av lika detaljerade restriktioner när det gäller diversifiering, likviditet eller finansiell hävstång.** AIF-fonder kan även investera i finansiella instrument som inte är godtagbara tillgångar för fondföretag, däribland privat kapital, riskkapital, fast egendom, råvaror och andra alternativa tillgångar. Förvaltarna måste dock inrätta förfaranden för likviditetshantering om de förvaltar öppna AIF-fonder eller slutna AIF-fonder som är belånade. Detta innebär en anpassning av investeringsfondens investeringsstrategi, likviditetsprofil och inlösenpolicy, såväl som fastställande av lämpliga gränser och stresstester för likviditetshantering (se ruta 1a). Det bör noteras att AIF-förvaltare som bedriver sin verksamhet under vissa tröskelvärden<sup>(2)</sup> inte omfattas av samma krav och att de därför inte kan dra fördel av det pass som finns tillgängligt enligt direktiv 2011/61/EU för marknadsföring i andra jurisdiktioner inom unionen. När det gäller användningen av finansiell hävstång drivs AIF-fonder utan några lagstadgade hävstångsgränser. AIF-fonderna har endast skyldighet att rapportera sin användning av hävstång (se ruta 1b).

### Ruta 1a: Det nuvarande regelverket för investeringsfondernas likviditet

#### Direktiv 2009/65/EG – Fondföretag

Handelsfrekvens. Fondföretag måste tillhandahålla resurser så att andelarna kan återköpas eller lösas in på begäran av fondinvesterarna. Detta innebär att fondföretag måste tillåta ansökningar om inlösen minst två gånger i månaden<sup>(3)</sup>, även om många fondföretag tillåter inlösen varje dag eller varje vecka<sup>(4)</sup>.

Handelsförfaranden. I direktiv 2009/65/EG specificeras inte vilka handelsförfaranden som ska följas av fondföretag. I praktiken kommer en handelstidsfrist för mottagandet av ansökningar att fastställas en tid före värderingspunkten – vilket kan innebära flera timmar eller dagar senare. Fondföretagen kommer dessutom i allmänhet att betala ut inlösenbeloppet i linje med de förlikningsförfaranden som anges i fondens dokumentation, vilket kan innebära en specificerad tidpunkt mellan tre och fem dagar efter värderingspunkten<sup>(5)</sup>. I linje med dessa handelsförfaranden ska det finnas en tidsperiod mellan den sista tidpunkten för mottagande av ansökningar och tidsfristen för betalning av inlösenbeloppet. Detta gör att fondföretagets förvaltningsbolag får tid att sälja investeringar och generera likvida medel för att betala inlösenbeloppet om detta är nödvändigt.

<sup>(1)</sup> Kommissionens direktiv 2007/16/EG av den 19 mars 2007 om genomförande av rådets direktiv 85/611/EEG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag), när det gäller förtydligandet av vissa definitioner (EUT L 79, 20.3.2007, s. 11).

<sup>(2)</sup> Förvaltare av AIF-fonder som har samlade tillgångar som understiger 100 miljoner euro eller AIF-fonder som har samlade tillgångar som understiger 500 miljoner euro, under förutsättning att AIF-fonderna inte har någon finansiell hävstång och det inte finns några inlösenrättigheter under en period på fem år efter datumet för den inledande investeringen i varje AIF-fond.

<sup>(3)</sup> De nationella behöriga myndigheterna kan tillåta att fondföretag offentliggör sådana uppgifter endast en gång per månad, "förutsatt att andelsägarnas intressen inte härigenom åsidosätts". Denna möjlighet har dock inte införlivats i den nationella lagstiftningen av alla medlemsstater.

<sup>(4)</sup> Se till exempel artikel 76 i direktiv 2009/65/EG.

<sup>(5)</sup> Penningmarknadsfonder med konstant fondandelsvärde kan erbjuda förlikning samma dag.

Godtagbara tillgångar. Fondföretagen omfattas av detaljerade regler när det gäller godtagbara tillgångar och är därför skyldiga att företrädesvis investera i likvida tillgångar. Dessa omfattar börsnoterade likvida överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument, börshandlade derivat och banktillgodohavanden som är återbetalningsbara vid anfordran eller förenade med uttagsrätt och har en löptid på högst 12 månader<sup>(1)</sup>. För att ge ytterligare stöd åt likviditeten föreskrivs kriterier som styr de marknader på vilka godtagbara tillgångar måste börsnoteras eller omsättas<sup>(2)</sup>.

Tillbörlig aktsamhet före investering. Innan fondföretagets förvaltningsbolag gör en investering måste det, bland annat, analysera investeringens bidrag till värdepappersfondens portföljsammansättning, likviditet och risk- och avkastningsprofil<sup>(3)</sup>.

Riskhantering. Som en del av sin riskhanteringsprocess måste ett förvaltningsbolag som förvaltar ett fondföretag följa ett lämpligt förfarande för riskhantering av likviditeten för att säkerställa att varje fondföretag som företaget förvaltar under alla förutsebara omständigheter, inbegripet kritiska förhållanden, kan uppfylla sin skyldighet att lösa in andelar om detta har begärts av en andelsägare. Fondföretagets förvaltningsbolag måste, i förekommande fall, utföra stresstester för att bedöma fondföretagets likviditetsrisk under exceptionella förhållanden<sup>(4)</sup>.

Avräkning av teckning och inlösen. Om ett fondföretag tar emot order om teckning och inlösen under samma handelsdag ska företaget matcha andelstransaktionerna och använda de teckningsbelopp som tagits emot för att betala en del av eller samtliga begäranden om inlösen. Detta minskar eller eliminerar eventuella behov att sälja underliggande investeringar för att generera likvida medel i syfte att betala investerare som löser in andelar.

#### **Direktiv 2011/61/EU – direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder**

Handelsförfaranden. Precis som när det gäller fondföretag innehåller direktiv 2011/61/EU inte någon specifikation av vilka handelsförfaranden som ska användas för AIF-fonder. En AIF-förvaltare ska utforma handelsförfaranden som är lämpliga för de förvaltade AIF-fonderna och som ger tillräckligt med tid att sälja investeringar så att förvaltaren kan generera likvida medel för betalning av inlösenbelopp.

Riskhantering. Artikel 15 i direktiv 2011/61/EU innehåller bestämmelser som liknar de som gäller tillbörlig aktsamhet före investering i direktiv 2009/65/EG (vilket förklaras ovan). Genom artikeln föreskrivs, som en del av AIF-förvaltarens riskhantering, att riskerna i samband med varje enskild placering som ingår i AIF-fonden och deras samlade effekt på AIF-fondens portfölj fortlöpande ska identifieras, mätas, hanteras och övervakas korrekt, däribland genom användning av lämpliga stresstester. Genom direktiv 2011/61/EU föreskrivs vidare att en AIF-förvaltare ska säkerställa att investeringsstrategin, likviditetsprofilen och inlösenpolicyn är konsekventa för varje fond som förvaltas<sup>(5)</sup>. En AIF-förvaltare måste ha lämpliga system för likviditetshantering för att kunna övervaka AIF-fondens likviditetsrisk och säkerställa att likviditetsprofilen för AIF-fondens investeringar uppfyller dess underliggande förpliktelser. Dessutom måste en AIF-förvaltare utföra regelbundna stresstester, både under normala och exceptionella likviditetsförhållanden, för att bedöma och övervaka AIF-fondernas likviditetsrisk<sup>(6)</sup>. Dessa förpliktelser kompletteras av detaljerade nivå 2-regler för likviditetshantering<sup>(7)</sup>.

Avräkning av teckning och inlösen. Precis som är fallet med fondföretag kan en AIF-förvaltare avräkna order om teckning och inlösen i en öppen AIF-fond.

<sup>(1)</sup> Ytterligare detaljerade regler för godtagbara tillgångar gäller penningmarknadsfonder, oavsett om de har etablerats som fondföretag eller AIF-fonder (t.ex. portföljregler avseende tillgångar med en löptid per dag eller vecka). Se förordning (EU) 2017/1131.

<sup>(2)</sup> Tillträde till handel är dock ingen garanti för likviditet. Icke desto mindre kan ett fondföretag förlita sig på att få tillträde såvida företaget inte är, eller bör vara, medvetet om omständigheter som antyder att en viss tillgång inte är likvid. I sådana fall måste fondföretaget göra en bedömning av värdepapprets likviditet, så att det kan fastställa huruvida dess införlivande i portföljen kan äventyra portföljens likviditet.

<sup>(3)</sup> Se till exempel artikel 23.4 i kommissionens direktiv 2010/43/EU av den 1 juli 2010 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG när det gäller organisatoriska krav, intressekonflikter, uppföranderegler, riskhantering och innehållet i avtalet mellan ett förvaringsinstitut och ett förvaltningsbolag (EUT L 176, 10.7.2010, s. 42).

<sup>(4)</sup> Se till exempel artikel 40.3 i direktiv 2010/43/EU.

<sup>(5)</sup> Se till exempel artikel 16.2 i direktiv 2011/61/EU.

<sup>(6)</sup> Se till exempel artikel 16.1 i direktiv 2011/61/EU.

<sup>(7)</sup> Se till exempel artiklarna 46–49 i kommissionens delegerade förordning (EU) nr 231/2013 av den 19 december 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU vad gäller undantag, allmänna verksamhetsvillkor, förvaringsinstitut, finansiell hävstång, öppenhet och tillsyn (EUT L 83, 22.3.2013, s. 1).



**Ruta 1b: Nuvarande regelverk för investeringsfondernas användning av finansiell hävstång****Direktiv 2009/65/EG – Fondföretag**

Upplåning. Fondföretag kan utnyttja en finansiell hävstång genom att låna upp till högst 10 procent av sina tillgångar, under förutsättning att en sådan upplåning endast är tillfällig. En sådan upplåning kan användas om det föreligger en tillfällig obalans i kassaflödet, t.ex. om inlösenbelopp måste betalas ut innan fondföretaget har tagit emot belopp till följd av försäljning av investeringar.

Användning av syntetisk hävstång. När det gäller användningen av en syntetisk hävstång via exponering av derivatinstrument kan fondföretag skapa en syntetisk exponering – som beräknas enligt den åtagandebaserade metoden – upp till ett belopp som motsvarar det totala fondandelsvärdet. Som ett resultat av detta kan fondföretagen använda både upplåning och derivatinstrument för att belåna upp till högst 2,1 gånger sitt fondandelsvärde. Enligt direktiv 2009/65/EG kan de nationella behöriga myndigheterna även tillåta att fondföretagen beräknar sin totala exponering genom att använda en Value-at-Risk-metod (VaR) eller andra avancerade metoder för riskbedömning i stället för den åtagandebaserade metoden. För dessa fonder är användningen av finansiell hävstång endast indirekt begränsad via begränsningar i fondens marknadsrisk, vilket förklaras i Europeiska värdepapperstillsynskommitténs riktlinjer i nivå 3<sup>(1)</sup>. Detta innebär att fonder som använder den *absoluta* VaR-metoden är begränsade till ett absolut VaR-värde som inte överstiger 20 procent av fondandelsvärdet (över en 20-dagarsperiod). Fonder som använder den *relativa* VaR-metoden är i sin tur begränsade till högst det dubbla värdet av risken för förlust enligt en given VaR-modell för en liknande portfölj utan finansiell hävstång. Det är viktigt att påpeka att dessa VaR-metoder kan medge en avsevärt större hävstångseffekt än vad som skulle vara tillåtet enligt den åtagandebaserade metoden, beroende på de underliggande värdepapparnas volatilitet. Undersökningar i 11 av unionens jurisdiktioner antyder att den andel av fondföretagen som tillämpar VaR-metoder för att beräkna den totala exponeringen kan utgöra 27–50 procent av unionens fondföretagssektor räknat i fondandelsvärde.

**Direktiv 2011/61/EU – direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder**

Upplåning och användning av syntetisk hävstång. AIF-fonder drivs utan några lagstadgade gränser för finansiell hävstång. Enligt direktiv 2011/61/EU behöver fonderna endast rapportera användningen av hävstång. Trots detta ger direktiv 2011/61/EU de behöriga myndigheterna möjlighet att införa begränsningar när det gäller den hävstångseffekt som fondförvaltarna kan använda i sina AIF-fonder, såväl som andra restriktioner för riskhanteringen, för att "begränsa bidraget från användningen av finansiell hävstång till uppbyggnad av systemrisk i det finansiella systemet eller risker för störningar på marknaderna". Än så länge har ingen myndighet infört detta verktyg, och inget ramverk som stöder ett harmoniserat genomförande av krav för makrotillsyn av användningen av hävstång har tagits fram på EU-nivå.

**II. ESRB:s rekommendation om likviditetsrisk och bruttosoliditetsrisk i investeringsfonder****II.1 Rekommendation A – Verktyg för likviditetshantering vid inlösen****II.1.1 Ekonomisk grund och avsedda effekter****Rekommendation A(1) – Tillgång till ytterligare instrument för likviditetshantering**

**Det regelverk som reglerar investeringsfondernas likviditetshantering inom unionen måste utvidgas.** Bestämmelserna för likviditetshantering i direktiven 2009/65/EG och 2011/61/EU har i stort sett varit tillräckliga fram till i dag. Den fortsatta tillväxten i investeringsfondssektorn i kombination med en ökning av dess likviditetstransformering kan dock leda till ökade risker för den finansiella stabiliteten som måste åtgärdas.

**Lämpliga verktyg för likviditetshantering kan jämna ut de obalanser i likviditeten som förekommer i fondföretag och öppna AIF-fonder, och därigenom minska riskerna för den finansiella stabiliteten under kritiska marknadsförhållanden.** Obalanser i likviditeten är särskilt relevanta för öppna fonder som erbjuder frekventa möjligheter till inlösen, men som investerar i tillgångar som i vissa fall inte kan säljas av snabbt utan en betydande inverkan på marknadskursen. Många öppna fonder erbjuder daglig inlösen, men inte alla. Enligt bestämmelserna i direktiven 2009/65/EG och 2011/61/EU är fondförvaltarna ansvariga för att bestämma inlösenfrekvensen (se ruta 1a). Det finns en uppsättning ytterligare verktyg för likviditetshantering som kan bidra till en lindring av likviditetsriskerna för öppna fonder genom att minska förekomsten av först till kvarn-fördelar<sup>(2)</sup> i kritiska marknadssituationer (förhandsverktyg) och förekomsten av en likviditetsspiral (efterhandsverktyg).

<sup>(1)</sup> CESR's *Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*, 28 juli 2010.

<sup>(2)</sup> En ingående förklaring av detta koncept finns i avsnitt II.1 i bilagan till Europeiska systemrisknämndens rekommendation ESRB/2012/1 av den 20 december 2012 om penningmarknadsfonder (EUT C 146, 25.5.2013, s. 1).

**Förhandsverktyg kan användas för att minska först till kvarn-fördelarna och systemrisken.** I princip kan dessa verktyg användas både under normala och kritiska marknadsförhållanden. Syftet med förhandsverktyg som "swing pricing" (justering av fondkursen) och avgifter för utspädningsskydd är att behandla kunderna rättvist och säkerställa att de återstående investerarna inte missgynnas av andra investerare som löser in andelar. Detta syftar till att eliminera eventuella incitament för investerare att lösa in sina andelar före de andra för att dra fördel av lägre kostnader. Investerare som har bestämt sig för att likvidera sina fondpositioner kommer dock att göra detta oavsett kostnaderna. Verktygen begränsar därför endast först till kvarn-fördelarna, men inte nödvändigtvis säljtrycket på marknaderna för underliggande värdepapper.

**Efterhandsverktyg hjälper fondförvaltarna att hantera investeringsfondernas likviditet genom att kontrollera eller begränsa utflödena.** Dessa verktyg används i typiska fall för att frigöra förvaltarna från skyldigheten att omedelbart sälja tillgångar (till marknadskurs eller lägre) som svar på investerarnas krav på inlösen. De kan därför i viss utsträckning fungera som ett automatiskt handelsstopp och motverka uppkomsten av en likviditetsspiral. Efterhandsverktyg används normalt under kritiska marknadsförhållanden.

**Tillgången till och genomförandet av ytterligare verktyg för likviditetshantering för investeringsfonder varierar avsevärt mellan olika jurisdiktioner.** Även om fondförvaltaren eller den nationella behöriga myndigheten uttryckligen har rätt att införa ett tillfälligt stopp för inlösen enligt direktiven 2009/65/EG och 2011/61/EU innehåller det senare inte någon föreskrift om andra verktyg för likviditetshantering. Tillgången till ytterligare verktyg för likviditetshantering och de särskilda förfaranden som reglerar användningen av sådana verktyg varierar därför mellan de olika jurisdiktionerna. En undersökning som utförts av Iosco<sup>(1)</sup> och en undersökning av medlemsstaterna som nyligen genomförts av Esma<sup>(2)</sup> visar att vissa av medlemsstaterna har en uppsättning ytterligare verktyg för likviditetshantering, däribland "swing pricing" och avgifter för utspädningsskydd. De flesta av medlemsstaterna har dock tillgång till färre verktyg.

De vanligaste tillgängliga verktygen i EU:s medlemsstater är

- avgifter vid inlösen,
- inlösenräddningar,
- inlösen i form av apporttillgångar,
- sidofickor,
- tillfälligt stopp för inlösen.

Det enda verktyg som är gemensamt för alla deltagande jurisdiktioner är tillfälligt stopp för inlösen. Därefter är det vanligaste verktyget inlösen genom överföring av apporttillgångar, vilket finns tillgängligt i 17 av medlemsstaterna.

**I de flesta av medlemsstaterna bär fondförvaltarna det fulla ansvaret för aktiveringen av verktyg för likviditetshantering – tillsynsmyndigheterna spelar endast en mindre roll i processen och kan inte aktivera verktygen.** För merparten av de ytterligare verktygen för likviditetshantering gäller att fondförvaltarna inte behöver något tillstånd för att aktivera dem. Endast tre av medlemsstaterna kräver tillstånd för vissa av verktygen, och endast en av dem när det gäller befogenheten att tillfälligt stoppa inlösen. Likviditetsverktygen och de omständigheter under vilka de kan användas måste dock i normalfallet anges i investeringsfondens bolagsordning, som i sin tur måste godkännas av medlemsstaten i fråga. Tillsynsmyndigheterna har vanligen inte tillstånd att aktivera några verktyg. Det allmänna undantaget är verktyget tillfälligt stopp för inlösen, som tillsynsmyndigheten kan införa om det anses vara av allmänt intresse, vilket sannolikt även omfattar faktorer för den finansiella stabiliteten. I flera av jurisdiktionerna har de nationella behöriga myndigheterna befogenhet att aktivera inlösenräddningar.

**Tillgången till verktygen är i vissa fall begränsad till vissa typer av investeringsfonder och/eller exceptionella omständigheter.** Möjligheten att använda ett ytterligare verktyg för likviditetshantering varierar under normala förhållanden. I några av medlemsstaterna kan vissa verktyg användas under normala omständigheter, vanligen med villkoret att möjligheten att använda verktyget föreskrivs i fondens dokumentation. I andra medlemsstater är användningen av vissa verktyg begränsad till extraordinära omständigheter. Att utnyttja rätten till tillfälligt stopp av inlösen är begränsad till extraordinära omständigheter i alla medlemsstater.

<sup>(1)</sup> Ioscos undersökning omfattar medlemsstater både inom och utanför unionen. I denna rapport ligger fokus på svaren från 11 deltagande medlemsstater inom unionen. Tillgänglig på adressen <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

<sup>(2)</sup> Se tabell A1 i bilagan för mer information.

**De riktlinjer som tillsynsmyndigheterna tillhandahåller om användningen av ytterligare verktyg för likviditetshandling är heterogen och varierar för varje enskilt verktyg.** En tidsgräns för hur länge tillfälligt stopp av inlösen kan tillämpas är inte alltid fastställt, och tre av medlemsstaterna ger inte någon vägledning om möjligheten att tillfälligt stoppa inlösen. När det gäller de andra verktygen för likviditetshandling finns det sällan någon formell definition, även om medlemsstaterna vanligen har en allmän förståelse för verktygen. I de flesta av fallen finns det inte några specifika bestämmelser i den nationella lagstiftningen eller några riktlinjer från de nationella behöriga myndigheterna när det gäller användningen av verktygen.

**FSB har konstaterat att obalans i likviditeten är en möjlig källa till strukturell sårbarhet för öppna investeringsfonder och har föreslagit att verktyg för likviditetshandling bör finnas mer allmänt tillgängliga.** En varierad uppsättning förhands- och efterhandsverktyg för likviditetshandling i alla medlemsstater skulle förbättra möjligheten att vidta åtgärder vid kritiska likviditetssituationer och därmed minska de risker som kan ha en negativ påverkan på den finansiella stabiliteten. I samband med ett samråd som genomfördes av kommissionen angav de nationella behöriga myndigheterna och förvaltarna av investeringsfonder att de önskar en bättre tillgång till verktyg för likviditetshandling <sup>(1)</sup>.

**Gränsöverskridande effekter understryker behovet av ett mer harmoniserat regelverk.** Eftersom fondföretag och AIF-fonder ofta investerar och bedriver verksamhet över gränserna är de möjliga effekterna av likviditetsproblem inte begränsade till de jurisdiktioner i vilka fondföretagen och AIF-fonderna har sitt säte. Spridningen kan därför bidra till likviditetsspiraler med gränsöverskridande effekter. En homogen uppsättning verktyg för likviditetshandling bör därför finnas tillgänglig i hela unionen. Detta kommer att ge investeringsfonderna tillgång till en gemensam uppsättning ytterligare verktyg för likviditetshandling som fondförvaltarna bör utvärdera och vid behov införliva i investeringsfondens bolagsordning för att mildra de gränsöverskridande likviditetsriskerna. Alla AIF-fonder och fondföretag bör i sina bolagsordningar rutinemässigt ta upp befogenheten att införa tillfälliga stopp för inlösen under kritiska marknadsförhållanden.

**Rekommendationen syftar till att göra det lättare att aktivera verktyg för likviditetshandling och att förbättra tillgängligheten.** Fondförvaltare kan vara tveksamma till att använda vissa verktyg för likviditetshandling av många olika skäl, däribland risken för minskat förtroende och spridningseffekter. Aktivering av ett verktyg kan leda till spridningseffekter som påverkar andra investeringsfonder som förvaltas av samma fondförvaltare. I vissa fall kan även investeringsfonder som förvaltas av olika fondförvaltare påverkas om de har en liknande portföljkoncentration. Införandet av ett ytterligare verktyg för likviditetshandling i en investeringsfonds bolagsordning kan därför vara en otillräcklig åtgärd för att minska investeringsfondens likviditetsrisker på ett effektivt sätt om förvaltaren är tveksam till att använda verktyget i praktiken. Fondförvaltare bör därför säkerställa att det finns tillräcklig operativ kapacitet och beredskapsplanering för att aktivera ytterligare verktyg för likviditetshandling vid rätt tidpunkt. Varje investeringsfonds prospekt eller den förhandsinformation som redovisas för investerarna bör därför innehålla en beskrivning av alla ytterligare verktyg för likviditetshandling som ingår i bolagsordningen såväl som deras syfte och användningsområde. Detta kommer att öka tydligheten och ge investerarna möjlighet att bekanta sig med verktyg som inte används så ofta.

**Syftet med rekommendationerna är att uppmuntra en konsekvent användning av verktyg för likviditetshandling i alla medlemsstater.** För att säkerställa en konsekvent tillämpning av ytterligare verktyg för likviditetshandling i alla medlemsstater bör Esma genom lagförslaget åläggas att ta fram detaljerade riktlinjer om hur verktygen ska införas i investeringsfondernas process för likviditetshandling samt vilka krav för öppenhet och rapportering som bör fastställas. För att skapa en bättre förståelse för vilka effekter ett ytterligare verktyg för likviditetshandling har på den finansiella stabiliteten bör ESRB samarbeta med Esma i frågor om makrotillsyn. Fondförvaltare bör rapportera till de nationella behöriga myndigheterna om genomförande och användning av ytterligare verktyg för likviditetshandling. För att undvika betungande rapporteringskrav vid regelbunden eller konstant användning av verktygen kan rapporteringen begränsas till att endast gälla under kritiska marknadsförhållanden.

**Förhandsverktyg för likviditetshandling kan användas för att mildra uppbyggnaden och effekterna av systemrisk, medan efterhandsverktyg för likviditetshandling kan aktiveras under kritiska marknadsförhållanden när investeringsfonderna drabbas av betydande utflöden.** Båda typerna av instrument kan därför bidra till handlingen av risker för den finansiella stabiliteten som uppstått på grund av obalans i investeringsfondernas likviditet. Det rekommenderas därför att båda typerna av instrument finns tillgängliga på unionsnivå. Ruta 2 innehåller en förklaring av de olika instrumenten och en beskrivning av vilka verktyg som inte alltid är lämpliga eller nödvändiga för alla typer av öppna investeringsfonder.

<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, tillgänglig på adressen [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm).

## Ruta 2: Verktyg för likviditetshantering

### Förhands-/hybridverktyg <sup>(1)</sup> för likviditetshantering <sup>(2)</sup>

**"Swing pricing" syftar till att skydda investeringsfondernas befintliga andelsägare mot negativa prisseffekter som orsakas av andra investerares transaktioner.** "Swing pricing" kan användas för att justera andelskursen i en investeringsfond i syfte att bidra till kostnaderna för fondtransaktioner som följer av investeringsverksamheten <sup>(3)</sup>. I praktiken justeras investeringsfondens fondandelsvärde neråt (uppåt) vid stora utflöden (inflöden) så att transaktionskostnaderna bärs av de investerare som köper och säljer andelarna i stället för av alla befintliga investerare. Om investerarna förstår dessa kursändringar bör de uppmuntra investerarna att anpassa sitt beteende när det gäller teckning och inlösen så att de bidrar till en stabilisering av investeringsfondens nettoflöden. Justeringen av fondkurserna kan antingen tillämpas på alla teckningar och all inlösen från investerarnas sida ("full swing pricing") eller bara på teckningar och inlösen över ett visst tröskelvärde ("partial swing pricing"). Vid användning av "partial swing pricing" bestäms ett tröskelvärde, och när nettoutflödet överstiger tröskelvärdet justeras investeringsfondens fondandelsvärde neråt och vice versa. Tröskelvärdena kan vara variabla så att mekanismen kan justeras för att motsvara marknads-/likviditetsvillkoren och därigenom begränsa investerarnas optimeringsbeteenden (dvs. hindra investerarna från att förutse användningen av justerade fondkurser och vidta lämpliga åtgärder). Vid användning av "full swing pricing" justeras fondandelsvärdet kontinuerligt beroende på om det förekommer nettoinflöden eller nettoutflöden. "Swing pricing" är ett verktyg som har en effektiv inverkan på investerarnas beteende när det gäller teckning och inlösen genom att stabilisera fondernas avkastning och minska sannolikheten för att först till kvarn-fördelar och medföljande blixtförsäljningar uppstår. Investerare som har bestämt sig för att lämna en fond kommer att göra det ändå, även om de ådrar sig en extrakostnad till följd av justeringen av fondkursen. Eftersom det kan finnas flera olika fondandelsvärden kan användningen av detta justeringsverktyg vara relativt komplicerad och kostnadsintensiv, och det är inte alltid lönsamt för små investeringsfonder att använda det.

**På liknande sätt används avgifter för utspädningsskydd som investerare betalar till investeringsfonden när de tecknar eller löser in andelar i fonden.** Teckning och inlösen av andelar i en investeringsfond kan påverka investeringsfondens värde. Detta gäller i synnerhet när andelar i investeringsfonder inte bara överförs mellan köpare och säljare, utan när det finns en obalans mellan köpare och säljare som gör att fondförvaltaren måste köpa eller sälja underliggande värdepapper. Detta omfattar även transaktionsavgifter, skatter och likviditetskostnader som påverkar investeringsfondens fondandelsvärde och ger upphov till utspädning. En avgift för utspädningsskydd täcker dessa handelskostnader.

**"Swing pricing" och avgifter för utspädningsskydd har en avskräckande effekt på procykliskt beteende även om endast det förstnämnda verktyget skapar incitament för anticykliskt beteende.** I motsats till "swing pricing" skapar avgifter för utspädningsskydd inte incitament för investerare att agera på ett kontracykliskt sätt (dvs. att teckna andelar under en inlösenperiod) eftersom investerarna i detta fall inte gynnas av de mer fördelaktiga försäljnings- eller inlösenpriser som skapas genom "swing pricing". Varken avgifter för utspädningsskydd eller "swing pricing" medför några extrakostnader för investeringsfonden – de ändrar bara sättet på vilket kostnaderna överförs till investerarna.

### Efterhandsverktyg för likviditetshantering

**Inlösenpärar (uppskjutna återbetalningar) senarelägger uttagen temporärt.** En inlösenpär innebär att andelsägarens rättighet att lösa in sina andelar skjuts upp temporärt. Uppskjutandet kan vara fullständigt, vilket innebär att investerarna inte kan lösa in sina andelar alls, eller partiellt, så att investerarna endast kan lösa in en viss del av sina andelar. Inlösenpärar kan även utformas så att ett fondförvaltningsbolag kan besluta att föra över alla begäranden om inlösen som överstiger ett visst tröskelvärde (till exempel 10 procent av fondandelsvärdet för en investeringsfond som erbjuder

<sup>(1)</sup> Eftersom fondandelsvärdet kan justeras i efterhand kan verktygen även ses som hybridverktyg, dvs. genomförda på förhand men aktiverade i efterhand.

<sup>(2)</sup> Stresstester är ett viktigt kompletterande likviditetsverktyg. Dessa tester innebär att förfarandena för likviditetshantering provas vid betydande stresshändelser som kan leda till allvarliga likviditetsproblem för fonderna. Eftersom det finns en separat rekommendation som omfattar stresstester diskuteras detta ämne inte här (se rekommendation C).

<sup>(3)</sup> "Swing pricing" är den mekanism som används av fonder med enkel prissättning. Fonder med dubbel prissättning har liknande mekanismer som gör att fondförvaltaren kan bestämma var försäljningspriset ska fastställas mellan de priser vid vilka andelarna skapas och annulleras för att säkerställa att kostnaden för fondtransaktionerna bärs av köpande eller säljande investerare i lämplig omfattning.

handel varje dag eller varje vecka) till nästa handelsperiod. Under kritiska marknadsförhållanden skapar inlösenstopp mer tid och flexibilitet för fondförvaltarna, så att de kan agera vid inlösen från investerarnas sida och säkerställa en ordnad försäljning av underliggande tillgångar. Detta kan minska risken för blixtförsäljningar.

**Inlösen i form av apporttillgångar frigör fondförvaltaren från behovet att likvidera stora belopp av tillgångar vid storskalig inlösen.** En fondförvaltare kan besluta att hantera en begäran om inlösen genom att överföra värdepapper i stället för kontanter till den andelsägare som löser in andelar. Eftersom en omfattande ad hoc-försäljning av tillgångar kan skapa en betydande inverkan på marknaden, kan inlösen i form av apporttillgångar skydda de återstående investerarna i investeringsfonden mot de höga likvidationskostnader som annars kan uppstå. Denna mekanism kan vara lämplig för inlösenorder från institutionella investerare. Den är dock i allmänhet mindre lämplig för icke-professionella investerare eftersom det inte alltid är lämpligt att lösa in enstaka andelar i investeringsfonden in natura och eftersom det även kan medföra höga operativa och anseendemässiga kostnader. Även om investerare kan sälja tillgångar som tagits ut in natura på samma sätt som fondförvaltare blir de i sådana fall tvungna att internalisera kostnaderna i samband med försäljningen, i stället för att sprida ut dem över samtliga investerare i investeringsfonden. Effekten på marknaden (och därigenom på den finansiella stabiliteten) kan dock vara densamma oavsett om det var investeringsfonden själv eller investerarna som sålde de underliggande tillgångarna.

**Genom "sidofickor" kan illikvida investeringar separeras från investeringsfondens återstående likvida investeringar.** Denna metod har två fördelar. För det första kan investerare som är i behov av likviditet fortfarande inkassera den likvida delen av investeringsfondens investeringar, sannolikt till en liten likvidationskostnad. För det andra skyddar metoden intressena för de investerare som vill vara kvar i investeringsfonden, eftersom fondförvaltaren inte är tvungen att likvidera tillgångar till eller under marknadspris om det finns en stor efterfrågan på inlösen. Sidofickor är därför särskilt lämpliga om investerarna i en fond har olika intressen, dvs. om några av investerarna vill fortsätta att investera i fonden medan andra vill lösa in sina andelar. Arbetsätten varierar mellan medlemsstaterna när det gäller vilka regler som styr de omständigheter under vilka sidofickor kan skapas.

**Uppsägningstider ger fondförvaltare ytterligare flexibilitet att hantera sin likviditet.** Med uppsägningstid avses den tidsfrist inom vilken investerare måste meddela fondförvaltaren att de vill lösa in sina investeringar. Uppsägningstiderna anges ofta redan i investeringsfondens bolagsordning och ger fondförvaltarna mer tid att hantera krav på inlösen utan att omedelbart behöva sälja tillgångar till reducerat pris.

**Tillfälligt stopp för inlösen är ett instrument som används i sista hand vid en likviditetskris.** Tillfälliga stopp fungerar som ett automatiskt handelsstopp som ger fondförvaltarna extra tidsutrymme att likvidera tillgångar på ett ordnat sätt i situationer med finansiell oro. I stället för att tvingas fatta snabba beslut och likvidera oavsett pris får fondförvaltarna extra tid på sig att hitta den optimala lösningen. Detta extra tidsutrymme kan dessutom ge fondförvaltarna och tillsynsmyndigheten möjlighet att diskutera skälen till investerarnas stress och vidta åtgärder för att undvika panik. Tillfälligt stopp för inlösen anses därför allmänt vara ett viktigt verktyg för hantering av storskalig inlösen i samband med kriser. Dessa tillfälliga stopp kan dock leda till höga sociala kostnader för investerarna eftersom de inte tillåts att kassera in sina investeringar. Det finns även farhågor för att vissa sofistikerade investerare kan förutse ett tillfälligt stopp för inlösen och försöka lösa in sina andelar före de andra (i motsats till verktygets ursprungliga syfte, som är att minska först till kvarn-fördelarna) och eventuellt utlösa en rusning.

#### **Rekommendation A(2) och A(3) – Ytterligare bestämmelser om de nationella behöriga myndigheterna och om Esmas roll i relation till myndigheternas tillfälliga stopp för inlösen med gränsöverskridande konsekvenser för den finansiella stabiliteten**

**Tillfälligt stopp för inlösen är det enda verktyg som finns tillgängligt i alla medlemsstater.** I princip är det i första hand fondförvaltarens ansvar att efter eget gottfinnande fatta beslut om tillfälligt stopp för inlösen (se ruta 2). Tillfälligt stopp för inlösen kan emellertid även beordras av de nationella behöriga myndigheterna för både fondföretag och AIF-fonder om det ligger i andelsägarnas eller allmänhetens intresse.

**Fondförvaltarna kan välja att inte införa ett tillfälligt stopp för inlösen om de misslyckas med att internalisera effekterna av storskalig inlösen på det finansiella systemets stabilitet.** En rusning i en enskild investeringsfond kan i sig vara tillräcklig för att orsaka allmän panik bland investerarna och storskaliga uttag från andra fonder. Som ett resultat av detta kan investeringsfonderna även drabbas av allvarliga likviditetsstörningar och vara tvungna att sälja en stor del av tillgångarna. Om de påverkade investeringsfonderna är stora i förhållande till marknaden eller sektorn kan det leda till en betydande sänkning av priset på tillgångarna och skapa en nedåtgående spiral. Förebyggandet av rusningar och storskaliga blixtförsäljningar är därför av stor vikt för den finansiella stabiliteten.

**Fondförvaltare kan välja att inte införa tillfälligt stopp för inlösen om de är bekymrade över förtroenderisken.** Ett av de största hindren när det gäller tillfälligt stopp för inlösen är att metoden kan ha en negativ inverkan på fondförvaltarens anseende. Eftersom behovet av ett tillfälligt stopp lätt kan hänföras till dålig likviditetshantering från fondförvaltarens sida, kan förtroendet för fondförvaltarens yrkeskunnighet skadas under en lång tid. Följaktligen kan fondförvaltarna avstå från att använda tillfälligt stopp för inlösen även om det skulle ligga i det kollektiva intresset för alla investerare i investeringsfonden. I vissa andra fall kan fondförvaltarna även besluta att inte beordra tillfälligt stopp för inlösen om de anser att detta inte skulle vara den bästa lösningen för investerarna i deras investeringsfonder. I dessa fall, där tillfälligt stopp för inlösen inte används av fondförvaltarna trots att det skulle vara befogat ur ett makrotillsynsperspektiv, bör de nationella behöriga myndigheterna använda sina befogenheter för att kräva ett tillfälligt stopp för inlösen.

**Passförfarandena inom unionen medför att det bör ligga inom de nationella behöriga myndigheternas roller och ansvarsområden att beordra tillfälliga stopp.** Passförfarandena ger AIF-fondernas och fondföretagens förvaltningsbolag möjlighet att marknadsföra andelar eller aktier över gränserna för investerare inom EES-området. De skapar även möjligheter för gränsöverskridande förvaltning av dessa investeringsfonder. Om en investeringsfond är etablerad i en medlemsstat och AIF-fondens eller fondföretagets förvaltningsbolag har sitt säte i en annan medlemsstat är det inte alltid uppenbart vilken nationell behörig myndighet som är ansvarig för hanteringen av tillfälliga stopp för inlösen eller när en myndighet bör använda sina befogenheter att ingripa. En brist på tydligt tilldelade ansvarsområden kan leda till otillräckliga eller försenade reaktioner under kritiska och snabbt föränderliga marknadsförhållanden. Delade ansvarsområden och/eller ett ansvar som ligger hos en mindre välinformerad myndighet kan därför ha oönskade negativa konsekvenser. För att undvika detta rekommenderas kommissionen att föreslå att den relevanta unionslagstiftningen ska klargöra de berörda myndigheternas roller och ansvarsområden.

**Andra berörda myndigheter, däribland Esma och ESRB, bör informeras innan den ansvariga myndigheten utövar sin befogenhet att beordra tillfälligt stopp för inlösen om det kan uppstå gränsöverskridande konsekvenser för den finansiella stabiliteten.** Eftersom passförfarandet möjliggör en gränsöverskridande marknadsföring av fonderna inom EES-området kan ett tillfälligt stopp för inlösen ha en direkt inverkan på investerare och marknader som omfattas av andra relevanta myndigheter. Att besluta om ett tillfälligt stopp för inlösen i en viss investeringsfond kan därför även få konsekvenser för finansmarknaderna och investerarnas förtroende i andra jurisdiktioner. Om de relevanta myndigheterna inte informeras kan sådana marknadsreaktioner komma som en överraskning och förhindra lämpliga lagstiftningsåtgärder. För att minska de potentiella riskerna för att den finansiella stabiliteten påverkas rekommenderas kommissionen att föreslå att skyldigheten att tillhandahålla förhandsinformation till de berörda myndigheterna ska införas i relevant unionslagstiftning. Denna skyldighet bör dock formuleras på ett sådant sätt att den inte hindrar de nationella behöriga myndigheterna från att agera omedelbart i händelse av en kris.

**Esma bör sträva efter att tillhandahålla rådgivning och förenkla och samordna de nationella behöriga myndigheternas utnyttjande av sina befogenheter att tillfälligt stoppa inlösen om det kan uppstå gränsöverskridande konsekvenser för den finansiella stabiliteten.** Esma bör med beaktande av medlemsstaternas nationella särdrag anta en samordnande och rådgivande roll för att skapa rättvisa villkor så att de nationella behöriga myndigheterna kan utnyttja sina befogenheter att tillfälligt stoppa inlösen med målet att minska riskerna för den finansiella stabiliteten. Denna samordnande roll bör även omfatta en uppstyrning av de allmänna aspekter som myndigheterna måste ta hänsyn till när de utnyttjar sina befogenheter att tillfälligt stoppa inlösen. Det finns dessutom inte någon homogen och exakt definition av allmänintresset för närvarande. Esma bör främja en gemensam förståelse bland de nationella behöriga myndigheterna när det gäller hur de relevanta bestämmelserna i direktiven 2009/65/EG och 2011/61/EU inverkar på den finansiella stabiliteten och systemrisken, utan att göra tillsynsmyndigheterna förutsägbara eller skapa en moralisk risk. Dessa bestämmelser kommer inte enbart att underlätta en mer harmoniserad metod för tillfälligt stopp för inlösen, utan de kommer även att stödja idén att tillfälligt stopp för inlösen bör vara ett funktionellt verktyg för att minska riskerna för den finansiella stabiliteten.

### II.1.2 Oavsiktliga effekter

**Det finns en risk för att välinformerade institutionella investerare kan förutse aktiveringen av ett visst verktyg.** Detta kan minska eller motverka verktygets effektivitet, eftersom investerarna kan försöka agera innan verktyget har aktiverats. Under vissa omständigheter kan en förväntan om att ett verktyg ska aktiveras till och med leda till rusningsscenarioer och utlösa en likviditetsspiral. Av detta skäl bör riktlinjerna undvika alla former av automatik och för många regler.

**Verktyg för likviditetshantering kan vara användbara när de kritiska marknadsförhållandena är ihållande.** Beroende på marknadsförhållandena kan användningen av efterhandsverktyg leda till att likviditetsproblemet endast skjuts upp, eftersom verktygen endast skjuter upp inlösen under en begränsad tid (t.ex. inlösen spärrar). De eliminerar inte problemet om de kritiska marknadsförhållandena är ihållande, och de kan därför inte ersätta strukturella åtgärder som syftar till att hantera stora obalanser i likviditeten.

## II.2 Rekommendation B – Ytterligare bestämmelser för att minska sannolikheten för stora obalanser i likviditeten

### II.2.1 Ekonomisk grund och avsedda effekter

**Investeringsfonder som förvaltar tillgångar som i sig är mindre likvida skapar inte nödvändigtvis farhågor för den finansiella stabiliteten.** Ett brett urval av olika tillgångsklasser ökar marknadens effektivitet eftersom de erbjuder fler investeringsmöjligheter och förbättrar tillgången till finansiering för de aktörer som emitterar sådana tillgångar.

Ur ett finanspolitiskt perspektiv bidrar möjligheten för investeringsfonder att investera i mindre aktiva tillgångsklasser, till exempel privat kapital, oklassificerade företagsobligationer eller lån, också till en diversifierad finansiering inom ekonomin. Detta sammanfaller med en ökad efterfrågan på fler investeringsmöjligheter bland investerarna inom ramen för en miljö med långvarig låg avkastning.

**Risker för den finansiella stabiliteten uppstår när det finns en stor obalans mellan likviditeten hos dessa tillgångar och den likviditet som erbjuds investerarna genom fondens inlösenpolicy.** Jämfört med investeringsfonder som investerar i likvida tillgångar där endast en mycket omfattande inlösen skulle inverka på marknadspriserna, kan skyldigheten (under förutsättning att fonden kan upphävas tillfälligt) att sälja även en liten mängd av mindre likvida tillgångar snabbt leda till att fallet på marknaden förstärks. Tillgången på frekventa inlösentillfällen är särskilt problematisk om detta gör att investerarna överskattar likviditeten hos de tillgångar som innehas av de investeringsfonder som de har investerat i. Detta kan leda till tvångsförsäljning, till exempel av investerare med finansiell hävstång.

**Säkerställande av att inlösenpolicyen i en öppen investeringsfond är strukturellt anpassad till tillgångarnas likviditetsprofil bör minska riskerna i samband med blyxförsäljningar.** Förvaltarna har flera olika alternativ när de gör stora investeringar i mindre likvida tillgångar. På tillgångssidan kan till exempel fastställande av gränser för den andel av mindre likvida tillgångar som en förvaltare kan investera i göra att fondförvaltarens förmåga att lösa in andelar förbättras, även under kritiska marknadsförhållanden. Genom att säkerställa att det finns tillräckligt med likvida tillgångar minskar först till kvarn-fördelarna och risken för rusning. Samtidigt som stora obalanser i likviditeten kan hanteras på individuell fondnivå skulle åtgärderna även minska omfattningen av kollektiva försäljningar och risken för blyxförsäljningar. Slutligen skulle åtgärderna minska sannolikheten och allvarlighetsgraden av en systemomfattande händelse.

**Förbättring av en investeringsfonds förmåga att medge inlösen under kritiska marknadsförhållanden minskar även sannolikheten för tillfälliga stopp för inlösen.** En ökning av investeringsfondernas strukturella motståndskraft skulle minska ett överdrivet beroende av ytterligare verktyg för likviditetshantering eftersom en del av kommentarerna i medierna specifikt avser en potentiell oavsiktlig effekt av själva verktyget för tillfälligt stopp <sup>(1)</sup>.

**På skuldsidan kan förvaltarna införa inlösenpolicyer och minska den inlösenfrekvens som erbjuds av en investeringsfond och/eller införa uppsägningstider för investerare som vill lösa in andelar i en investeringsfond.** I händelse av onormala utflödesnivåer kan en begränsning av möjligheterna till inlösen ge fondförvaltaren mer tid att likvidera tillgångarna för att möta efterfrågan. Härvid skulle marknaden också få mer tid att hitta en lösning på de underliggande problemen eller att låta problemen spridas ut naturligt över tid (som t.ex. när det gäller fastighetsfonderna i Förenade kungariket). I vissa fall skulle åtgärden möjliggöra någon form av breda insatser från myndigheterna, vilket skulle bidra till att lindra den underliggande oron. När det gäller uppsägningstiderna skulle vetskapen om ett förfallodatum i förväg göra det möjligt för investerarna att planera sin egen likviditetsposition, vilket inte är fallet vid tillfälligt stopp för inlösen.

**Fastighetsfonder är ett exempel på fonder som kan drabbas av stora obalanser i likviditeten.** Fastighetsfonder investerar normalt sett i mindre likvida underliggande tillgångar och riskerar betydande obalanser i likviditeten om de har en öppen struktur. Systemrisker kan uppstå till följd av en kombination av obalanser i likviditeten och användningen av en finansiell hävstång. Investerare som löser in sina andelar tidigt kan gynnas av först till kvarn-fördelar och därigenom starta en rusning, eftersom dessa investeringsfonder har få likvida tillgångar för att uppfylla krav på inlösen. På grund av hävstångeffekten kan dessa krav på inlösen tvinga förvaltaren att sälja en större andel av portföljen med en åtföljande inverkan på tillgångspriserna. I slutändan kan dessa investeringsfonder förstärka och sprida riskerna till resten av det finansiella systemet <sup>(2)</sup>. När det gäller fastighetsfonderna i Förenade kungariket bidrog ett tillfälligt stopp för inlösen till att en omfattande och snabb försäljning av kommersiella fastigheter kunde undvikas till följd av omröstningen om medlemskap i Europeiska unionen (se ruta 3). Som har påpekats av Bank of England finns det dock fortfarande en underliggande sårbarhet till följd av obalanser i likviditeten mellan investeringsfondernas tillgångar och skulder. Framtida störningar på den kommersiella fastighetsmarknaden kan utlösa cykler av inlösen, tillfälliga stopp för inlösen och försäljningar till reducerat pris.

<sup>(1)</sup> Några exempel på potentiella oavsiktliga konsekvenser av den senaste utvecklingen inom fastighetsfonderna i Förenade kungariket finns på <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brex-it-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> eller <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, hämtade i november 2017.

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

### Ruta 3: Fastighetsfonder – fallet med Förenade kungarikets egendomsfonder

**Unionens fastighetsfonder har olika egenskaper.** Fastighetsfonder investerar i regel i mindre likvida tillgångar som egendom, egendomsrätter och kapitalandelar i fastighetsbolag. I vissa jurisdiktioner är endast slutna fastighetsfonder tillåtna, vilket innebär att investerarna endast får lösa in andelar med förutbestämd löptid och normalt endast på investeringsfondens förfallodag. I andra jurisdiktioner innebär investeringsfondernas regler och dokumentationen av öppna strukturer att investerarna har rätt att begära inlösen av sina andelar oftare. Detta kan leda till en storskalig likviditets- och värdepappersreform, särskilt om dessa investeringsfonder erbjuder inlösen varje dag eller varje vecka.

**Ett exempel på de problem som kan uppstå i fastighetsfonder påvisades i Förenade kungariket efter folkomröstningen om EU-medlemskap den 23 juni 2016.** Mellan juli och december 2016 ansökte flera av Förenade kungarikets 19 auktoriserade företag för kollektiva investeringar<sup>(1)</sup> som investerar i direkt egendom om någon form av särskild likviditetsåtgärd. Förenade kungarikets fastighetsmarknad hade kännetecknats av minskande värden och minskad inlösen av andelar i investeringsfonder under cirka åtta månader före folkomröstningen, och beslutet att lämna unionen ledde till att investerarnas krav på inlösen ökade. Femton av de investeringsfonder som erbjöd daglig handel drabbades av en kumulativ inlösen motsvarande 4,1 procent av fondandelsvärdet, med upp till 8 procent av fondandelsvärdet i ett av fallen. Samtidigt gjorde tio av investeringsfonderna justeringar för prissättning till verkligt värde (FVP) på mellan 4 procent och 15 procent.

**De berörda investeringsfonderna hade olika metoder för användningen av verktyg för likviditetshantering.** Under den första veckan i juli stoppades inlösen tillfälligt av sex investeringsfonder med daglig handel, vilket motsvarade cirka 14,6 miljarder brittiska pund (tre av dem hade även tillämpliga justeringar för prissättning till verkligt värde). En av investeringsfonderna återupptog handeln med en justering för utspädningskydd för att avspegla den rabatt som krävdes för att snabbt sälja ett antal egendomar. De andra fondförvaltarna höll sina investeringsfonder stängda tills de gjorde bedömningen att värderingarna av tillgångarna var tillräckligt klarlagda. Enligt de regler som fastställts av Förenade kungarikets finansinspektion (Financial Conduct Authority, FCA) måste en fondförvaltare utvärdera motiveringen till ett tillfälligt stopp åtminstone var 28:e dag, men det finns inte någon tidsgräns för hur länge det tillfälliga stoppet kan tillämpas.

**Antalet begäranden om inlösen återgick till normal nivå från mitten av juli och framåt. De investeringsfonder som hade infört tillfälligt stopp för inlösen återupptog handeln efter hand fram till mitten av december.** Investeringsfonder som erbjöd månadsvis eller kvartalsvis likviditet upplevde antingen inte någon ökad inlösen, eller så kunde de säkerställa att det fanns tillräckligt med kontanter eller andra likvida tillgångar för att möta efterfrågan.

**Denna episod påverkade vissa investeringsfonder med fondförsäkring, men det förekom inte någon spridning till andra tillgångsklasser.** Senareläggningen av handeln påverkade vissa investeringsfonder med fondförsäkring som hade investerat i företag för kollektiva investeringar för att skapa exponering mot egendom som en tillgångsklass. Av dessa investeringsfonder hade 59, med totala förvaltade tillgångar på 2 miljarder brittiska pund, investerat i de företag för kollektiva investeringar som berördes av senarelagd handel. I vissa fall påverkade detta deras förmåga att uppfylla sina utomobligatoriska förpliktelser, däribland återköp eller överföringar, även om det inte uppstod några effekter på utbetalningen av förmåner, vare sig vid löptidens utgång eller vid försäkrade personers bortgång.

**Bank of England betonade riskerna för finansiella spridningseffekter i sin rapport om den finansiella stabiliteten i juli 2016<sup>(2)</sup>.** Marknadshändelsens karaktär minskade dock risken för att den skulle kunna ha någon inverkan på systemet. Störningen var inte någon utbredd kredithändelse, utan företrädesvis en händelse som påverkade fastighetspriserna i Förenade kungariket. Effekterna av inlösen av investeringsfonder med daglig handel var dessutom under god kontroll tack vare användningen av de verktyg som redan fanns tillgängliga för investeringsfonderna. Vidare var värdet av de påverkade investeringsfonderna begränsat. Räknet i förvaltade tillgångar stod företag för kollektiva investeringar i egendom för cirka 2,7 procent av de öppna investeringsfonderna i Förenade kungariket (949,7 miljarder brittiska pund). Sammantaget innehar alla öppna investeringsfonder ungefär 35 miljarder brittiska pund i kommersiella fastigheter, dvs. mindre än 10 procent av marknaden (683 miljarder brittiska pund).

<sup>(1)</sup> Dessa fonder är AIF-fonder enligt direktiv 2011/61/EU, men omfattas av tillstånd och reglering enligt Förenade kungarikets lagstiftning.

<sup>(2)</sup> Bank of England, *Financial Stability Report – Juli 2016*.



Ett annat exempel är när obligationsfonder investerar i icke investeringsvärdiga eller oklassificerade värdepapper, vilket kan medföra betydande obalanser i likviditeten. I december 2015 meddelade en högavkastande obligationsfond i Förenta staterna att den hade för avsikt att likvidera sin portfölj och införa ett tillfälligt stopp för inlösen. Fondförvaltaren ansåg att investerarnas krav på inlösen i samband med en allmän minskning av likviditeten på obligationsmarknaden innebar att det inte var praktiskt möjligt att anskaffa tillräckligt med kontanter för att betala all inlösen utan att sälja tillgångar till reducerat pris och därmed missgynna de återstående andelsägarna. Detta var en följd av den inneboende låga likviditeten hos investeringsfondens tillgångar, däribland företagsobligationer med betyget CCC eller lägre eller utan klassificering (även kallade osäkra fordringar), i kombination med en begränsad tillgång till kontanter och andra likvida tillgångar.

De flesta av investeringsfonderna i unionen har inte några stora obalanser i likviditeten. Aktiefonderna anses till exempel ägna sig åt begränsad likviditetstransformering <sup>(1)</sup> eftersom de flesta av de börsnoterade aktierna betraktas som likvida även under kritiska förhållanden. På liknande sätt verkar tillgängliga uppgifter om obligationsfonderna peka mot en kompromiss mellan likviditets- och löptidstransformering <sup>(1)</sup>. Investeringsfonder som fokuserar på en mindre likvid företagsskuld investerar i allmänhet i värdepapper med kortare löptid än genomsnittet, medan investeringsfonder som investerar i mer likvida statsobligationer har en tendens att investera i mer långsiktiga tillgångar. En investeringsfond som investerar i långsiktiga likvida tillgångar kan i regel sälja dessa när som helst, medan en fond som investerar i kortsiktiga och mindre likvida tillgångar bör kunna förnya sin portfölj med jämna mellanrum och därmed begränsa sin likviditetstransformering <sup>(2)</sup>.

De största obalanserna i löptid uppstår för öppna AIF-fonder som investerar i tillgångar som i sig är mindre likvida. Fastighetsfonder utgör 5 procent av investeringsfonderna i Europa (658 miljarder euro), och huvuddelen är öppna och exponerade för obalanser i likviditeten, vilket återspeglas i ESRB:s övervakning av skuggbankverksamheten (tabellerna 1 och 2). Sektorn för fastighetsfonder har dessutom blivit allt viktigare under senare år. De förvaltade tillgångarna ökade med 34 procent på två år (fram till det fjärde kvartalet år 2016) jämfört med 19 procent för resten av fondbranschen. ESRB:s övervakning av skuggbankverksamheten visar även att hedgefonder (436 miljarder euro) ägnar sig åt likviditetstransformering beroende på sin strategi. Som jämförelse är lånefonder fortfarande en framväxande bransch (26 miljarder euro).

Tabell 1

## Likviditetstransformering av investeringsfonder

Fondtyp	Obligationsfonder	Hedgefonder	Fastighetsfonder	Börshandlade fonder	Privata aktiefonder
	●	●	●	●	○

Färgkodning: ● = stort engagemang, ● = medelstort engagemang, ● = lågt engagemang, ○ = osannolikt eller obetydligt engagemang

Tabell 2

## Investeringsfondernas tillgångar i euroområdet (biljoner euro)

	Dec-14	Jun-15	Dec-15	Jun-16	Dec-16	Mar-17	Apr-17
<b>Obligationsfonder</b>	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
<b>Aktiefonder</b>	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
<b>Hedgefonder</b>	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
<b>Blandade fonder</b>	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

<sup>(1)</sup> Se ESRB:s rapport *EU Shadow Banking Monitor*, nr 2, 2017.

<sup>(2)</sup> Se ESRB:s rapport *EU Shadow Banking Monitor*, nr 1, 2016.

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

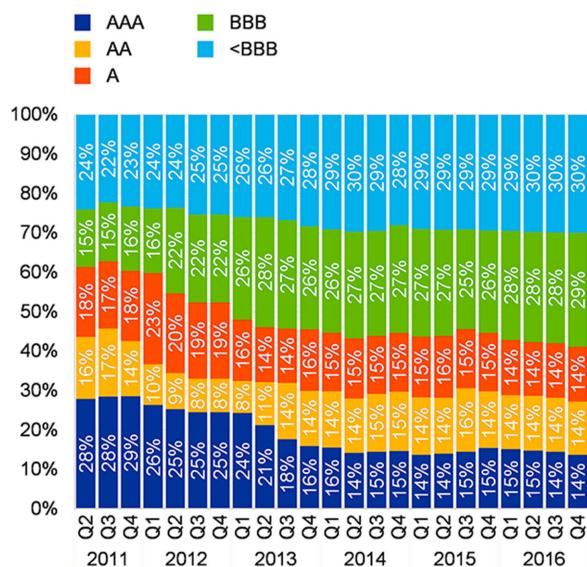
Ett mönster som har observerats under de senaste åren är att vissa obligationsfonder i unionen, däribland fondföretag, flyttar sin tillgångsallokering från högre värderade skuldförbindelser till lägre värderade skuldförbindelser, vilket leder till att de exponeras för längre löptider och högre kreditrisker. Investeringsfonder med hög avkastning står för 19 procent av tillgångarna i obligationsfonder och beroende på strukturella och cykliska faktorer för marknadens likviditet kan det, som nämnts tidigare, inte uteslutas att investeringsfonderna till slut exponeras för obalanser i likviditeten, åtminstone tillfälligt. Eftersom det inte finns några harmoniserade uppgifter på unionsnivå är det dock svårt att mäta väsentligheten i denna fråga och fondföretagens potentiella bidrag till riskerna för den finansiella stabiliteten (se ruta 4).

#### Ruta 4: Fondföretagens potentiella exponering för obalanser i likviditeten

I direktiv 2007/16/EG föreskrivs att fondföretag företrädesvis ska investera i likvida tillgångar. Likviditeten hos vissa godtagbara tillgångar kan dock minska under kritiska marknadsförhållanden och tillfälligt exponera dem för obalanser i likviditeten. Detta gäller i synnerhet obligationsfonder med hög avkastning. Som svar på detta har IOSCO nyligen inlett ett samråd om huruvida fonder, inbegripet fondföretag, bör ha ytterligare mekanismer för att hantera likviditeten <sup>(1)</sup>.

#### Obligationsfonder i unionen: genomsnittlig värdering av fondens tillgångar

(Procent av de totala tillgångarna, senaste observation: Q4 2016)



Källor: Thomson Reuters Lipper, Esma och Standard & Poor's.

Ett gemensamt mönster som har observerats sedan år 2009 är att vissa obligationsfonder flyttar sin tillgångsallokering från högre värderade skuldförbindelser till lägre värderade skuldförbindelser samtidigt som de förlänger varaktigheten för sina portföljer. Även om denna variation i investeringsmönstren har avtagit under senare år innebär den fortfarande att dessa fonder är mer exponerade för förändringar i obligationernas avkastning. Mindre likvida portföljer och lägre kontantinnehav kan göra det svårare för obligationsfonderna att återbalansera sina portföljer efter omfattande krav på inlösen, dvs. utan att orsaka spridningseffekter till obligationsmarknaderna.

Trots belägg för ett ökat risktagande mot bakgrund av en minskad likviditet på obligationsmarknaderna <sup>(2)</sup> betyder bristen på detaljerad information om fondföretagens tillgångar (t.ex. likviditet) och skulder att det inte kan göras någon omfattande bedömning av risken för den finansiella stabiliteten. Enligt den rapporteringsskyldighet som fastställs genom rekommendation D ska fondföretagens förvaltningsbolag genomföra en bedömning av väsentligheten av denna risk. Detta innebär en insamling och ett utbyte av detaljerade och harmoniserade uppgifter. Om det finns analytiska belägg för att delar av fondföretagens sektor är exponerade för betydande obalanser i likviditeten kan det dock vara nödvändigt att se över omfattningen av rekommendation B så att den även omfattar vissa specifika fondföretagsprodukter.

<sup>(1)</sup> IOSCO, *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, samrådsrapport, juli 2017.

<sup>(2)</sup> *Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments*, BIS, 2015.

**FSB rekommenderar<sup>(1)</sup> att investeringsfondernas strategier för tillgångar och investeringar ska följa de regler och villkor som styr investeringsfondernas inlösen av andelar** både vid investeringsfondernas etablering och fortlöpande (för nya och befintliga investeringsfonder). Strategierna bör ta hänsyn till tillgångarnas förväntade likviditet och investerarnas beteende både under normala och kritiska marknadsförhållanden.

**Ytterligare bestämmelser inom detta område måste stämma överens med den befintliga ramen enligt direktiv 2011/61/EU**, som redan föreskriver en anpassning av investeringsfondernas investeringsstrategi, likviditetsprofil och inlösenpolicy och fastställer lämpliga gränser och stresstester för likviditetshanteringen. Enligt det nuvarande regelverket bör AIF-förvaltare kunna redovisa för de nationella behöriga myndigheterna att de har inrättat lämpliga system och effektiva förfaranden för likviditetshantering. Baserat på nya belegg har ESRB dock kunnat konstatera att vissa AIF-fonder fortfarande ägnar sig åt likviditetstransformering i stor skala<sup>(2)</sup>. En obligatorisk redovisning för investeringsfonder som investerar i mindre likvida tillgångar skulle därför bidra till uppfyllandet av målen i direktiv 2011/61/EU genom att säkerställa ett mer konsekvent genomförande av direktivet. Detta skulle även främja användningen av specifika åtgärder för investeringsfonder som investerar i mindre likvida tillgångar, till exempel användningen av interna gränser för mindre likvida tillgångar.

**Omfattande likviditetstransformering bör undvikas.** Vissa medlemsstater har infört skraddarsydda system i sina nationella regelverk för att fastställa vilka villkor som AIF-fonder måste uppfylla för att kunna förvalta tillgångar som bedöms vara mindre likvida, till exempel fastigheter eller lån. I sitt yttrande till Europaparlamentet, rådet och kommissionen<sup>(3)</sup> framhöll Esma att AIF-fonder baserade på låneutgivning bör inrättas som slutna företag utan rätt till regelbunden inlösen av andelar. Andra jurisdiktioner har antagit strukturella åtgärder för att eliminera risken för blixtförsäljningar som kan uppstå till följd av omfattande krav på inlösen. Om en icke försumbar del av portföljen är illikvid krävs till exempel den slutna formen på grund av den inneboende karaktären hos de tillgångar som innehas av företaget för kollektiva investeringar. Möjligheten att begära återbetalning under AIF-fondens livstid bör endast erbjudas av fondförvaltaren till investerarna om vissa villkor är uppfyllda. Detta bör ske vid fasta intervall, t.ex. enligt föreskrifterna i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2015/760<sup>(4)</sup>.

**Genom denna rekommendation uppmanas Esma att ta fram en förteckning över mindre likvida tillgångar.** Det finns för närvarande inte någon definition av likvida eller mindre likvida tillgångar i förordningarna (se ruta 5). Målet är dock inte att föreslå en sådan definition utan i stället att främja ett konsekvent tillvägagångssätt för genomförandet av ovan nämnda bestämmelser i direktiv 2011/61/EU. Termen "mindre likvid" utgår även från det faktum att tillgångar sällan, eller aldrig i sin helhet, är illikvida.

**Mot bakgrund av behovet av sektoröverskridande samstämmighet bör Esma rådgöra med EBA och Eiopa vid framtagningen av förteckningen.** Om en tillsynsmyndighet betecknar en tillgång som likvid eller mindre likvid skickas en signal till aktörerna på marknaden. Oavsett vem som säljer tillgången (reglerad eller oreglerad aktör, bank eller annan än bank) är urvalet av tänkbara köpare i regel detsamma under kritiska marknadsförhållanden. Det är därför önskvärt med konsekventa regleringsstrategier<sup>(5)</sup>.

**Förteckningen över tillgångar som i sig är mindre likvida bör omfatta tillgångar som inte på ett snabbt och enkelt sätt kan omvandlas till kontanter med liten värdeförlust under kritiska marknadsförhållanden.** Analysen av tillgångarnas likviditet bör bland annat ta hänsyn till den tid som krävs för att likvidera tillgångarna under kritiska marknadsförhållanden utan att behöva godta en stor prissänkning. Vid sammanställningen av denna förteckning bör Esma i synnerhet ta hänsyn till fast egendom, onoterade värdepapper ( däribland privata aktier), lån och andra alternativa tillgångar. Tillgångar som under normala marknadsförhållanden kan säljas utan att säljaren måste godta en stor prissänkning bör inte ingå i förteckningen, eftersom denna rekommendation syftar till att lösa strukturella problem med tillgångar som i sig är mindre likvida.

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

<sup>(2)</sup> Se ESRB:s rapport *EU Shadow Banking Monitor*, november 2017.

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

<sup>(4)</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2015/760 av den 29 april 2015 om europeiska långsiktiga investeringsfonder (EUT L 123, 19.5.2015, s. 98).

<sup>(5)</sup> Behovet av samarbete mellan tillsynsmyndigheterna i sådana frågor verkar vara välkänt (t.ex. artikel 46.3 och artikel 11.15 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister [EUT L 201, 27.7.2012, s. 1], vilka föreskriver olika riskbegränsande tekniker för OTC-derivatkontrakt som inte har godkänts av en clearingcentral som central motpart).

**Om en investeringsfond erbjuder exponering mot mindre likvida tillgångar kan fondförvaltaren behöva ha tillgång till bestämmelser som kan införas för att hantera likviditetsrisken** <sup>(1)</sup>. I sådana fall måste fondförvaltarna visa för de berörda nationella behöriga myndigheterna, både vid investeringsfondernas etablering och därefter fortlöpande (dvs. under godkännandeprocessen och efter godkännande av investeringsfonder som är föremål för ett sådant förfarande), att de kan bibehålla sin investeringsstrategi under alla förutsebara marknadsförhållanden. Fondförvaltare som tar hänsyn till alla föreskrifter som gäller investeringsfonden och bibehåller sin investeringspolicy kan välja olika tillvägagångssätt för att säkerställa överensstämmelsen mellan investeringsstrategin och investeringsfondens återbetalningsprofil, både under utformningsfasen och fortlöpande <sup>(1)</sup>. Dessa omfattar

- typen av företag (t.ex. sluten investeringsfond, Eltif-fond),
- inlösenpolicy,
- investeringspolicyn, däribland interna gränser för de tillgångar som ingår i förteckningen, en buffert för likvida tillgångar, diversifiering (exponering eller motpart) och gränser för investeringsfondens storlek i förhållande till den underliggande marknaden,
- genomförandet av ytterligare verktyg för likviditetshantering,
- processerna för riskhantering av likviditeten, däribland fastställande av relevanta tröskelvärden, klassificering av tillgångarna i likviditetskategorier, övervakning av investerarnas koncentration och de förväntade mönstren för inlösen.

Användningen av interna gränser bör redovisas för de nationella behöriga myndigheterna när de relevanta investeringsfonderna etableras, meddelas varje gång gränserna ändras och även göras tillgängliga på begäran av tillsynsmyndigheterna. Uppgifterna bör även redovisas för investerarna på grundval av riktlinjer som bör tas fram av Esma.

**I vissa fall kan det vara orimligt betungande, särskilt för förvaltare av små fonder, att visa att investeringsfondens investeringsstrategier upprätthålls.** Därför bör de nationella behöriga myndigheterna ha en viss frihet att utforma en mekanism som gör att AIF-förvaltare kan visa att de kan hålla sig till investeringsfondens investeringsstrategier. Myndigheterna kan i sin bedömning till exempel ta resultaten av stresstesterna i beaktande.

**Det finns inte någon enskild definition av marknadernas "likviditet" i unionslagstiftningen som skulle kunna utgöra grunden för en förteckning över mindre likvida tillgångar.** Varje rättsakt behandlar frågan om likviditet på olika sätt, beroende på dess syfte (se ruta 5). Ett exempel på de synsätt som används på nationell nivå finns i FCA:s samrådsdokument om illikvida tillgångar och öppna investeringsfonder <sup>(2)</sup>. I detta dokument identifieras en rad olika egenskaper som är gemensamma för illikvida tillgångar, enligt följande:

- De omsätts inte på en organiserad marknad.
- Det kan finnas en betydande obalans mellan tillgång och efterfrågan.
- Det tar sannolikt lång tid för köparen och säljaren att komma överens om priset och övriga villkor för transaktionen.
- Värderingen av tillgången är en komplicerad process.
- Fysiska tillgångar köps och säljs vanligen i sin helhet.
- Transaktionerna tar ofta lång tid att slutföra på grund av ovanstående faktorer och andra möjliga komplikationer, däribland restriktioner för den fria överföringen av äganderätt.

#### Ruta 5: Likviditet i unionslagstiftningen

**När det gäller godtagbara tillgångar föreskrivs genom direktiv 2007/16/EG att fondföretag företrädesvis ska investera i likvida tillgångar, och i direktivet fastställs även specifika regler för vilka överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument och derivatinstrument som investeringsfonder får investera i.** I allmänhet kan överlåtbara värdepapper och penningmarknadsinstrument betraktas som likvida om de upptas till handel eller omsätts på en reglerad marknad. Mindre likvida tillgångar definieras inte uttryckligen, men betraktas som investeringar som inte kan godtas enligt direktiv 2009/65/EG. Detta gäller i synnerhet tillgångar i fysiska råvaror och fast egendom.

<sup>(1)</sup> IOSCO, *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, samrådsrapport, juli 2017.

<sup>(2)</sup> FCA, *Illiquid assets and open-ended investment funds*, diskussionsunderlag (DP 17/1), februari 2017.

Begreppet likviditet nämns i flera andra av unionens rättsakter, vilka framgår av nedanstående förteckning.

- I Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 909/2014 <sup>(1)</sup> föreskrivs att en värdepapperscentral måste investera i kontanter eller mycket likvida finansiella instrument med minimal marknads- och kreditrisk. Förordning (EU) nr 909/2014 innehåller dock inte någon uttrycklig definition av likviditet och rekommenderar i stället att Esma, EBA och ECBS tar fram en teknisk standard för tillsyn med detaljerade uppgifter om vilka finansiella instrument som kan betraktas som mycket likvida.
- I Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1131 <sup>(2)</sup> om penningmarknadsfonder ingår likviditetströskelvärdet för tillgångar som kan anses ge likviditet på daglig basis eller veckobasis, även om likviditet inte definieras uttryckligen. Förordning (EU) 2017/1131 bygger på resonemanget att en tidig förfallodag för tillgångarna bidrar till att säkerställa att investerarna får tillbaka sina pengar.
- Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU <sup>(3)</sup> innehåller diskussioner om vilka metoder som används för att beräkna likviditeten hos andra finansiella instrument än aktier, t.ex. obligationer. Esma anser att det finns två alternativa metoder för beräkning av likviditeten, dvs. för varje enskilt instrument (instrument-by-instrument approach, IBIA) eller baserat på kategorier av finansiella instrument (categories of financial instruments approach, COFIA). Esma antog till sist IBIA-metoden i sin tekniska standard för tillsyn för beräkning av likviditeten hos obligationer.
- I Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 <sup>(4)</sup> definieras likvida tillgångar för bestämning av kreditinstitutens likviditetsbuffertar som de enda fritt överlåtbara tillgångarna som snabbt kan omvandlas till kontanter på privata marknader och utan betydande värdeförlust. I förordningen görs skillnad mellan tillgångar med extremt hög likviditets- och kreditkvalitet (tillgångar i nivå 1) och tillgångar med hög likviditets- och kreditkvalitet (tillgångar i nivå 2). Tillgångarna i nivå 1 omfattar kontanter, tillgodohavanden i centralbanken, garanterade obligationer på unionsnivå eller statlig nivå och säkerställda obligationer som uppfyller vissa villkor. Tillgångarna i nivå 2 omfattar statliga obligationer i tredjeland och obligationer som emitteras av offentliga företag, och både säkerställda obligationer och företagsobligationer på grundval av deras kreditkvalitet. De omfattar även värdepapperiseringar och aktier av hög kvalitet som utgör en del av ett större aktieindex.

**Den amerikanska finansinspektionens tillvägagångssätt kan vara en användbar grund för framtagningen av en metod inom unionen för bedömning av likviditet och upprättande av en förteckning över mindre likvida tillgångar.** Den amerikanska finansinspektionen definierar inte "illikviditet" i absoluta termer när det gäller tillgångsinnehav, utan tar även hänsyn till storleken (t.ex. investeringsfondens tillgångsinnehav). Se ruta 6 nedan.

#### Ruta 6: Den amerikanska finansinspektionens sammansatta system för likviditetspoäng

Den amerikanska finansinspektionen har behandlat frågan om likviditet i ett aktuellt beslut <sup>(5)</sup> om att införa förändringar av de öppna investeringsfondernas redovisning av likviditetsrisk. I beslutet presenteras ett nytt system för klassificering av likviditet som fastställer en investerings likviditet på grundval av antalet dagar som en investering kan omvandlas till kontanter utan någon betydande förändring av investeringens marknadsvärde. Mer specifikt föreslår den amerikanska finansinspektionen att klassificeringen av en investering som illikvid förutsätter att investeringsfonden rimligen inte kan förvänta sig att sälja investeringen inom sju kalenderdagar utan att detta får en betydande inverkan på dess marknadsvärde. Finansinspektionen kräver dessutom att en investeringsfond ska ta hänsyn till storleken på sin position, såväl som marknadens djup för investeringen, vid bestämningen av huruvida en investering är likvid eller illikvid.

Enligt den amerikanska finansinspektionens beslut måste fondförvaltare bedöma och utvärdera sin likviditetsrisk minst en gång om året på grundval av flera olika faktorer: strategi, kassaflöden, kassabehållning och börshandel med fonderna. Den logiska grunden för en sådan granskningsprocess är att finansinspektionen är oroad över att en lösning med "kryssrutor" kan leda till att likviditeten bedöms på ett sätt som inte avspeglar fondens förmåga att sälja av sin portfölj (eller en del av den) för att täcka kraven på inlösen utan att påverka marknaden.

<sup>(1)</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 909/2014 av den 23 juli 2014 om förbättrad värdepappersavveckling i Europeiska unionen och om värdepapperscentraler samt ändring av direktiv 98/26/EG och 2014/65/EU och förordning (EU) nr 236/2012 (EUT L 257, 28.8.2014, s. 1).

<sup>(2)</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1131 av den 14 juni 2017 om penningmarknadsfonder (EUT L 169, 30.6.2017, s. 8).

<sup>(3)</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU (EUT L 173, 12.6.2014, s. 349).

<sup>(4)</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 av den 26 juni 2013 om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersföretag och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 (EUT L 176, 27.6.2013, s. 1).

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

Finansinspektionen kräver dessutom att en investeringsfond tar hänsyn till "marknad, handel och investerings-specifika överväganden" när den klassificerar likviditeten hos investeringarna i sin portfölj, även om den inte ger några detaljerade uppgifter om dessa aspekter.

Handelsfrekvensen har till exempel en tendens att vara låg för vissa värdepapper med fast avkastning. Detta behöver dock inte antyda att ett värdepapper saknar likviditet, utan en investeringsfond kan fortfarande ha möjlighet att sälja det relativt snabbt. Mer tillförlitliga uppskattningar kan erhållas genom en utvärdering av det intervall av mätvärden som föreslås av den amerikanska finansinspektionen<sup>(1)</sup>. Sammansatta likviditetspoäng av denna typ kan inbegripa faktorer som grundar sig på tillgångens, marknadens och portföljens egenskaper vad gäller värdepappret, vilket förklaras nedan.

- Tillgångsfaktorerna baseras på tillgångens struktur. Ju svårare det är att värdera ett värdepapper och ju mindre det stämmer överens med standarderna, desto större tenderar dess illikviditet att vara. När det gäller produkter med fast avkastning kan dessutom specifikationer som löptid, kreditvärdering och emissionsdatum påverka likviditeten.
- Marknadsfaktorerna hänger samman med en tillgångs emission och andrahandsmarknad. Ju fler marknader som finns tillgängliga för försäljning av en säkerhet, desto mindre illikvid tenderar den att vara. Marknadens kvalitetsfaktorer omfattar även deltagarnas antal, mångfald och kvalitet på dessa marknader. De kan även hänga samman med handelskostnaderna på dessa marknader och vara beroende av de likvidationskostnader som kan uppstå när handeln bedrivs i ett annat land med en annan valuta.
- Handelsfaktorerna är mätningar som gäller priset och volymen av handeln med ett värdepapper. Spridningar mellan köpkursen och säljkursen, såväl som handelsvolymen och handelsfrekvensen, kan användas för att mäta en eventuell illikviditet. Historiska volymuppgifter kan till exempel ligga till grund för en uppskattning av den största volym som kan användas för att bedöma handelns inverkan på marknaden.
- Portföljfaktorer är portföljspecifika mätningar. Investeringsfonder bör ta hänsyn till storleken på sin position i relation till den dagliga handelsvolymen och de utestående beloppen. De bör dock även beakta tillgångarnas relation till andra tillgångar i portföljen (t.ex. derivatinstrument). Slutligen kan likviditetsbrist även hänföra sig till en klusterbildning av portföljens positioner – detta kan vara en källa till likviditetsbrist om alla tillgångar som innehåses av investeringsfonden är mycket lika och omsätts på samma marknad.

Eftersom den amerikanska finansinspektionens tillvägagångssätt kan utgöra en användbar grund för ett framtida europeiskt klargörande av begreppet illikviditet kan det vara önskvärt att anpassa unionens tillvägagångssätt till detta. Ur ett politiskt perspektiv skulle en anpassning så att unionens och Förenade staternas regelverk i stort sett sammanföll medföra ytterligare fördelar, eftersom detta skulle utgöra en effektiv global standard att använda vid utvärdering av illikviditet i investeringsfonder.

## II.2.2 Oavsiktliga effekter

**På tillgångssidan skulle först till kvarn-fördelarna inte elimineras helt även om fondförvaltarna införde interna gränser.** Investerare som lämnar en fond i förtid kan fortfarande vilja ta ut likvida tillgångar för att undvika att vara fångade i en investeringsfond med likviditetsbrist. I den utsträckning som tillgången till likvida tillgångar kan öka förtroendet för investeringsfondens förmåga att lösa in andelar bör dock risken för rusningar som skapas av investerare minska totalt sett.

**Införandet av en intern gräns kan utgöra ett onödigt hinder för fondförvaltarens förmåga att använda tillgängliga likvida tillgångar för att klara kraven på inlösen.** Detta kan till exempel vara fallet om fondförvaltaren inte kan använda likvida tillgångar utan att överskrida den interna gränsen. Trots detta är det möjligt att beräkna väsentligheten i denna fråga. Inom ramen för direktiv 2011/61/EU är det inte säkert att ett överskridande av gränsen i sig kräver någon åtgärd av AIF-förvaltaren, eftersom detta beror på fakta och omständigheter i ärendet, såväl som de toleranser som fastställts av förvaltaren. Dessa fungerar som utlösare för fortsatt övervakning eller avhjälpande åtgärder mot bakgrund av omständigheterna.

<sup>(1)</sup> I dokumentet anges nio faktorer för klassificering av portföljens positioner i en viss tillgång.

**I värsta fall kan tillägget av en tillgång i förteckningen vara en procyklisk åtgärd som utlöser en försäljning av tillgången och orsakar en priskollaps.** Förvaltaren kan behöva sälja tillgången för att klara de nya interna gränserna eller riskera att drabbas av negativa reaktioner från investerarna och därigenom utlösa just ett sådant problem som förteckningen var tänkt att förhindra. På liknande sätt kan en stigmatisering av en tillgång på grund av dess likviditetsbrist avskräcka vissa investeringsfonder från att investera över huvud taget, vilket kan ha återverkningar på finansmarknadernas funktion. Av dessa skäl bör förteckningen endast omfatta tillgångar som "i sig" är mindre likvida, en egenskap som bör ha identifierats av marknadsaktörerna sedan tidigare. Investerare som investerar i tillgångar som "i sig" är mindre likvida förväntar sig att förvaltarna har en investeringspolicy som är förenlig med deras inlösenpolicy, i enlighet med direktiv 2011/61/EU. Slutligen är det nödvändigt att fastställa övergångsbestämmelser när en tillgång läggs till i förteckningen för att ge förvaltaren tid att uppfylla kraven och undvika blyxtförsäljningar.

**På skuldsidan kommer en minskning av inlösenfrekvensen sannolikt att öka handelsvolymen, vilket kan påverka priserna under kritiska marknadsförhållanden.** I stället för regelbundna utflöden kommer fonden att ackumulera flera order för att sedan verkställa dem samtidigt. Ett alternativ skulle vara att införa uppsägningstider<sup>(1)</sup> för att avspegla den förväntade tid som behövs för att avyttra underliggande tillgångar. Ett annat alternativ skulle vara att använda ett kösystem, så att det inte skulle vara nödvändigt att verkställa varje begäran om inlösen vid nästa värderingspunkt efter att de godtagits av fondförvaltaren. Då skulle förvaltaren kunna beräkna vilken likviditet som behövs för att uppfylla alla begäranden om inlösen ännu tidigare och därefter sälja investeringar efter behov. Detta skulle kunna minska risken för att transaktionerna genomfördes under panikförsäljning.

**Slutligen bör risken för regleringsarbitrage påpekas.** Denna risk kan uppstå 1) för oreglerade AIF-fonder som undantagits från rekommendationens tillämpningsområde och 2) om en förvaltare registrerar en investeringsfond under ett fondföretag med syftet att göra en större investering i en tillgång som betecknas som mindre likvid i sig, under förutsättning att denna tillgång skulle anses vara godtagbar för fondföretaget. I det sistnämnda scenariot skulle investeringsfonden dock omfattas av bestämmelserna i direktiv 2009/65/EG, vilka i vissa avseenden är strängare än bestämmelserna i direktiv 2011/61/EU. Detta minskar incitamentet att registrera sig under ett fondföretag för att undvika de restriktioner som gäller för AIF-fonder.

## II.3 Rekommendation C – Stresstester

### II.3.1 Ekonomisk grund och avsedda effekter

**Stresstester för mikrotillsyn syftar till att förbättra riskhanteringen och portföljförvaltningen på nivån för enskilda investeringsfonder och fondförvaltare.** I dessa tester simuleras extrema eller ogynnsamma, om än sannolika, ekonomiska och finansiella förhållanden för att kunna studera deras konsekvenser för en investeringsfonds resultat och för dess förmåga att uppfylla begäranden om inlösen, även vid ett reducerat fondandelsvärde. De ligger till grund för analyser som ger en bättre förståelse för de risker som uppstår vid förändringar av marknadsförhållandena och som kan ha en negativ inverkan på de förvaltade portföljerna. Under normala marknadsförhållanden kan stresstesterna användas för att identifiera eventuella svagheter i investeringsprodukterna/investeringsstrategierna, hjälpa fondförvaltningsbolag att justera riskhanteringen av sina portföljer och förbereda verksamheten för en kris. Under krisperioder används stresstesterna för att stödja anpassningen till krisens specifika förhållanden, hanteringen av krisen och redogörelsen för resolutionsmyndigheten. Stresstesterna fungerar därigenom som verktyg för riskhantering och beslutsfattande.

**Investeringsfonder har olika egenskaper som alla påverkar likviditetsrisken för en specifik investeringsfond och därför även utformningen av ett meningsfullt stresstest på fondnivå.** Tillgångssidan karakteriseras till exempel av de viktigaste marknaderna och instrumenten, investeringsstrategier och tidshorisonter, geografiskt fokus, portföljkoncentrationer, portföljomsättning och typiska investeringsstorlekar. Skuldsidan karakteriseras av investeringsfondens investerare, vilken antingen kan bestå av privata investerare eller institutionella investerare eller en kombination av båda, som alla har individuella portföljstrukturer och likviditetsbehov, i vissa fall även egna lagstadgade krav (banker, försäkringsbolag och pensionsfonder), och som därför uppvisar olika investeringsbeteenden. Koncentrationen av olika typer av investerare i en investeringsfond är särskilt relevant eftersom en hög koncentration kan leda till en stor mängd samtidiga begäranden om inlösen.

<sup>(1)</sup> Det bör dock påpekas att användningen av en uppsägningstid medför praktiska utmaningar på grund av fördröjningen mellan en order och dess verkställande. Fonder som följer referensvärden (benchmark-tracking funds) skulle vara särskilt attraktiva att handla så nära uppsägningstidens slut som möjligt för att maximera resultatet, även om detta har en negativ inverkan på marknaden.

**Med tanke på investeringsfondernas heterogena karaktär finns det inte några obligatoriska specifikationer för stresstesternas scenarier.** Därför varierar för närvarande stresstesternas parametrar, omfattning, frekvens och noggrannhet i olika delar av branschen. Trots detta finns det flera meningsfulla och väletablerade metoder som täcker båda sidor av balansräkningen. Stresstesterna för skuldsidan av en investeringsfond består av simuleringar av inlösen. Dessa simuleringar kalibreras vanligen på grundval av en stabilitetsanalys av skulderna, vilken i sig beror på typen av investerare och koncentrationen av skulderna. Simuleringarna kan omfatta historiska eller hypotetiska scenarier för inlösen, inlösen av de största investerarna, inlösen som motsvarar den högsta nivå som någonsin förekommit samt en analys av marknadstendenser och jämförbara grupper. Stresstesterna bör även omfatta tillgångssidan av en investeringsfond, vilket innebär en simulering av likviditeten hos investeringsfondens tillgångar under olika marknadsförhållanden. Denna simulering är en bedömning av investeringsfondens förmåga att sälja tillgångar utan att det leder till allvarliga konsekvenser för priset. Scenarierna kan omfatta en minskning av handelsvolymerna för vissa instrument eller marknadssegment (förluster till följd av en ökad skillnad mellan köp- och säljkurs), uppskattningar av den högsta möjliga likvidationen under en dag eller uppskattningar av likvidationstiden baserade på en uppdelning av investeringsfondens tillgångar (t.ex. i likviditetskategorier), och bör även ta hänsyn till samverkan mellan marknads- och likviditetsrisken för de berörda tillgångarna.

**Riktlinjerna för de enskilda stegen i stresstesterna förväntas minska likviditetsrisken både på fondnivå och systemnivå och stärka företagens förmåga att hantera sin likviditet utifrån investerarnas intressen, vilket omfattar en minskning av förekomsten av oväntade inlösenperioder.** Stresstester är verktyg som stöder analysen av de styrkor och strategier som redan finns på plats. Testerna bör påvisa svagheter i en investeringsstrategi och förbereda fonderna inför en kris. Om de används på rätt sätt som verktyg för riskhantering och beslutsfattande bör stresstesterna minska likviditetsrisken på investeringsfondernas nivå och därigenom bidra till en lägre likviditetsrisk på systemnivå.

**Riktlinjerna bör bemöta bristerna i stresstesternas förfaranden, vilket framkom i samband med ESRB:s undersökning av metoderna för stresstesterna.** Enligt de riktlinjer som tagits fram av Esma bör företagen ha förståelse för minimikraven på utförande av stresstestning och kunna ta itu med brister som inbegriper alltför stora värderingsavdrag, stresstesternas frekvens, utformningen av scenarierna samt en naiv användning av historiska uppgifter. Riktlinjerna visar att frekvensen och utformningen av stresstesterna bör bestämmas både utifrån investeringsfondsspecifika och företagsspecifika egenskaper. Riktlinjerna har även den avsedda effekten att ålägga företagen att fastställa en allvarlighetsgrad när de utformar sina stressscenarier, som åtminstone sannolikt kommer att gälla på marknaden. På grund av investeringsfondsektorns heterogena karaktär bör slutligen stresstesternas komplexitet anpassas efter investeringsfondens specifika risk- och återbetalningsprofil utan att sträva efter alltför stor överensstämmelse i stresstesternas scenarier. Riktlinjerna bör bidra till noggrannare och lämpligare stresstester på investeringsfondernas nivå för att minska tvivlen avseende risk på systemnivå.

**Rekommendation C är i linje med Esmas förpliktelse att tillhandahålla riktlinjer för stresstesterna av penningmarknadsfonder i förordning (EU) 2017/1131.** Enligt denna förordning ska Esma tillhandahålla riktlinjer för stresstestscenariernas gemensamma referensparametrar.

**Fondförvaltare måste utföra regelbundna stresstester på alla investeringsfonder de förvaltar.** Stresstestning är ett krav för fondföretag och AIF-fonder, förutom om AIF-fonden är en sluten AIF-fond utan finansiell hävstång eller om den bedöms vara olämplig för fondföretag (artikel 40.3 i direktiv 2010/43/EU, artikel 16.1 i direktiv 2011/61/EU och artikel 48 i den delegerade förordningen (EU) nr 231/2013). För båda typerna av investeringsfonder gör stresstesterna att fondförvaltarna kan bedöma likviditetsrisken under både normala och exceptionella likviditetsförhållanden. Inom ramen för rapporteringen enligt direktiv 2011/61/EU måste resultaten av stresstesterna rapporteras till den nationella behöriga myndigheten, och denna information måste även göras tillgänglig för Esma och ESRB. Genom förordning (EU) 2017/1131 införs detaljerade skyldigheter i samband med stresstesterna av penningmarknadsfonder, vilka även kan vara till nytta för andra typer av investeringsfonder.

**Skyldigheterna i samband med stresstesterna är mindre detaljerade för fondföretag än för AIF-fonder.** Detta avspeglar de olika egenskaperna hos fondföretagens tillgångs- och skuldsidor (dvs. definitionerna av godtagbara tillgångar, vilka bör vara likvida, och en investerare som i huvudsak är icke-professionell) och de olika lagstadgade kraven.



Reglerna för stresstestning av AIF-fonder är dock mer detaljerade i enlighet med den delegerade förordningen (EU) nr 231/2013.

- a) Stresstesterna bör simulera en likviditetsbrist och otypiska krav på inlösen. Stresstestet bör åtminstone ta hänsyn till den aktuella och den förväntade framtida situationen för begäranden om inlösen och analysera hur lång tid som krävs för att uppfylla dessa begäranden. Stresstestet bör även omfatta ett test av olika marknadsfaktorer, t.ex. vilken växelkurs som kan påverka kreditprofilen för AIF-fonden eller dess förvaltare. Metoderna för stresstesterna bör även omfatta värderingskänsligheter i kritiska situationer.
- b) AIF-fondens riskprofil, som är en funktion av fondens investeringsstrategi, likviditetsprofil, typ av investerare och inlösenpolicy, avgör stresstesternas frekvens, men de bör utföras minst en gång om året. AIF-förvaltaren bör agera i alla investerares intresse när det gäller utformningen av AIF-fonden och lämpligheten i riktlinjerna och förfarandena för likviditetshantering om stresstesterna påvisar en avsevärt högre likviditetsrisk än förväntat.

**ESRB:s undersökning av fondförvaltarnas metoder för stresstestning visade att de flesta av fondförvaltarna i unionen genomför regelbundna stresstester.** Ungefär 93 procent av de fondförvaltare som omfattades av ESRB:s undersökning<sup>(1)</sup> stresstestar alla förvaldade investeringsfonder regelbundet och genomför kompletterande stresstester (eller har förmåga att göra detta) när väsentliga förändringar uppstår. Mot bakgrund av variationen bland de fondförvaltare och fonder som undersöktes avslöjade granskningen även betydande skillnader i den frekvens med vilken stresstesterna utfördes, typen av stressscenarier som användes av fondförvaltarna och stresstestningens komplexitetsgrad (se nedanstående punkter).

- **Även om egenskaper som är typiska för investeringsfonder är tänkta att användas för att bestämma stresstesternas frekvens använder endast ett fåtal av fondförvaltarna specifika frekvenser på detta sätt.** I stället använder de en företagsspecifik frekvens som tillämpas för alla förvaldade investeringsfonder. Detta gäller även stora investeringsföretag som förvaltar många olika typer av investeringsfonder. En stor andel av de fondförvaltare som använder fondspecifika frekvenser för sina stresstester skiljer mellan fondföretag och AIF-fonder i stället för att använda olika frekvenser för investeringsfonder med olika portföljstrukturer.
- **En stor andel av fondförvaltarna använder flera olika likviditetsscenarier som är representativa för olika marknadsförhållanden.** Ett grundläggande inslag i alla stresstester är ett underliggande scenario som motsvarar betydande kritiska marknadsförhållanden. Allvarlighetsgraden i de stressscenarier som används varierar dock bland de olika fondförvaltarna. För vissa av dessa scenarier är det mycket tveksamt om de faktiskt representerar kritiska marknadsförhållanden över huvud taget. På tillgångssidan är vissa av de tillämpade värderingsavdragen ganska små, vilket gör dem mindre lämpade att representera betydande förändringar i marknadslikviditeten. På skuldsidan bör investeringsfonder som inte tidigare varit utsatta för omfattande inlösen inte basera sina inlösenplaner enbart på historiska uppgifter.
- **I linje med de betydande skillnaderna mellan olika typer av fondförvaltare och investeringsfonder varierar komplexiteten i stresstesternas scenarier avsevärt mellan fondförvaltarna.** Vissa fondförvaltare använder enkla hypotetiska scenarier som inte stöds av några uppgifter, medan andra använder sofistikerade statistiska metoder för att utforma fondspecifika scenarier. Förnuftiga likviditetsscenarier är till sin natur svåra att definiera. I motsats till marknadsrisken, för vilken det finns en stor mängd tillgänglig information, är det mycket mer komplicerat att ta fram modeller för stresstestning av likviditet. På tillgångssidan kan det vara mycket svårt att ta fram modeller för likviditetsprofilen under stress, särskilt när det gäller tillgångar för vilka det inte finns tillgängliga transaktionsuppgifter (t.ex. instrument med fast avkastning). På skuldsidan är det svårt att förutse investerarnas beteende under kritiska marknadsförhållanden, eftersom detta beror på en rad olika faktorer, t.ex. antalet institutionella investerare i förhållande till antalet icke-professionella investerare, eller andelen "konservativa" kunder. Problemet är ännu mer uttalat för fondföretag, eftersom fondförvaltarna vanligen har begränsad information om fondföretagens investeringsprofil. De tillsynsrelaterade aspekterna verkar spela en mindre roll vid utformningen av scenarier. Stressscenarierna utformas därför i enlighet med den exponering av tillgångsklasser och det system för inlösen som gäller för investeringsfonden.

<sup>(1)</sup> Det huvudsakliga syftet med ESRB:s undersökning var att ta fram en översikt över de metoder för stresstestning som användes av europeiska kapitalförvaltare, i första hand för att analysera i vilken omfattning stresstesterna av enskilda fonder omfattade likviditetsstress (dvs. investeringsfondens förmåga att uppfylla omfattande begäranden om inlösen). ESRB:s undersökning omfattade 274 fondförvaltare inom unionen och innehöll frågor avseende kapitalförvaltarnas aktuella arbetsmetoder för stresstestning och hantering av likviditetsrisk.

**Stresstestet bör utföras under olika förhållanden, till exempel otypiska begäranden om inlösen och onormala variationer i tillgångspriserna**, och kan även ta hänsyn till händelser som betalningsförsummelse av motparter och andra riskfaktorer (t.ex. politiska risker). Esmas bör tillhandahålla riktlinjer med avseende på de typer av scenarier en investeringsfond bör ta hänsyn till vid utformningen av ett stresstest. Scenarierna bör omfatta scenarier baserade på tidigare prisrörelser och hypotetiska scenarier. Historiska scenarier bygger på parametrar från ett stresstest av en tidigare kris och används för att beräkna vilken inverkan de skulle ha haft på investeringsfonden. Eftersom framtida kriser sannolikt kommer att skilja sig från de tidigare, och eftersom det är svårt att återskapa tidigare kriser exakt, bör stresstesterna inte bygga enbart på historiska scenarier. Hypotetiska scenarier kan baseras på ekonomiska chocker eller beteenden hos investerarna eller fondförvaltaren. Utformningen av dessa hypotetiska scenarier bör anpassas till fondtypens specifika känslighet och fondens strategi.

**Omvänd stresstestning kan komplettera processen med stresstester.** Införandet av omvända stresstester kan ge värdefulla insikter i investeringsfondens beteende fram till dess att den fallerar. Detta begränsar beroendet av historiska scenarier och möjligheten att utforma hypotetiska scenarier. Omvänd stresstestning kan göra det möjligt för fondförvaltaren att undersöka och förstå eventuella sårbarheter fullt ut och åtgärda dessa risker.

**Stresstester bör i idealiska fall användas under alla faser av fondens livstid, från dess inrättande till dess likvidation, såväl som vid alla investeringsbeslut däremellan.** När en investeringsfond inrättas bör stresstester användas för att fastställa och definiera investeringsfondens parametrar (t.ex. riskprofilen och risktoleransen), i synnerhet förhållandet mellan de underliggande tillgångarnas likviditet och den möjliga inlösenfrekvensen, även under kritiska marknadsförhållanden. Stresstestning kan även användas i samband med eventuella justeringar av investeringsfondens strategi, regler och villkor eller investeringsbeslut. Vid utformning av en beredskapsplan för investeringsfonden under kritiska förhållanden kan stresstester användas för att analysera användningen av andra verktyg för hantering av likviditetsrisken.

**Tidpunkterna och frekvensen för genomförandet av stresstesterna bör spegla investeringsfondens egenskaper, däribland storlek, investeringsstrategi, underliggande tillgångar, investeringsprofil och möjlig inlösenfrekvens.** För en portfölj med hög omsättning eller snabbt föränderlig investeringsarbets är likviditetsprofilen och likviditetsrisken sannolikt mer volatila. Stresstester bör användas oftare under dessa förhållanden än för en investeringsfond med stabilare investeringsarbets och längre inlösenperioder.

**Stresstesternas frekvens kan bero på vilken typ av scenario som används.** Vid användning av historiska scenarier kan de statistiska metoder som används för att utforma scenarierna lätt uppdateras med nya uppgifter och parametrar för stresstestningen. Eftersom denna process ofta är mekanisk kan den användas oftare. Hypotetiska scenarier kräver en fondspecifik och skräddarsydd bedömning av de relevanta faktorerna som påverkar investeringsfonden. Denna typ av stresstestning kan utföras mer sällan eftersom den kräver en mer omfattande analys.

**Denna rekommendation omfattar inte stresstester för makrotillsyn.** Stresstester för makrotillsyn är ett område som måste utvecklas ytterligare. Uppgifternas och modellernas begränsning hindrar för närvarande att sådana modeller används som effektiva övervakningsverktyg. ESRB analyserar för närvarande vilken roll stresstester för makrotillsyn kan ha när det gäller bedömningen av risker för den finansiella stabiliteten som orsakas av investeringsfonder.

### II.3.2 Oavsiktliga effekter

**Konkreta riktlinjer för stresstestning kan leda till att fondförvaltarna uppvisar ett mer likartat/harmoniserat beteende** och, i slutändan, till att investeringsfondernas tillgångar får en enhetlig (ensidig) positionering. Detta kan öka risken för framtida flockbeteende och finansiella systemrisker. Dessutom kan fler riktlinjer leda till fler stresstester och därmed ökade kostnader, särskilt för mindre fondförvaltare.

## II.4 Rekommendation D – Fondföretagens rapportering

### II.4.1 Ekonomisk grund och avsedda effekter

#### Rekommendation D(1) – Rapporteringskrav för fondföretagens förvaltningsbolag

**Bristen på harmoniserade rapporteringsregler i de olika medlemsstaterna är för närvarande ett hinder för en övergripande bedömning och övervakning av fondföretagens möjliga bidrag till riskerna för den finansiella stabiliteten.** Även om många jurisdiktioner i unionen föreskriver rapporteringskrav för fondföretag visar undersökningar att rapporteringen varierar stort när det gäller rapporteringens frekvens, omfattningen av fondföretagens rapportering och vilka uppgifter som rapporteras<sup>(1)</sup>. Som ett resultat av detta är det inte möjligt att sammanställa nationella uppgifter och övervaka utvecklingen av t.ex. likviditetsrisker och bruttosoliditetsrisker för fondföretag på unionsnivå.

**ECB:s statistik över investeringsfonder är inte tillräcklig för att säkerställa en övergripande bedömning och övervakning av fondföretagens likviditetsrisk och bruttosoliditetsrisk.** Även om ECB:s statistik gör att tillsynsmyndigheterna kan övervaka utvecklingen för investeringsfonderna inom euroområdet med hjälp av information om breda kategorier av tillgångar och skulder i balansräkningen, däribland en uppdelning efter löptid, är de ingående informationsposterna inte tillräckliga för att kunna utarbeta en adekvat riskbedömning. Framför allt ingår inte detaljerade uppgifter om handel med finansiella instrument och enskilda exponeringar i uppgifterna, och dessa uppgifter är nödvändiga för en korrekt bedömning av likviditetsutvecklingen i fondföretagens portföljer. Tendenserna i användningen av hävstång kan inte heller övervakas tillräckligt, eftersom de tillgängliga uppgifterna endast gör det möjligt att beräkna användningen av finansiell hävstång (dvs. genom upplåning). Ett mer omfattande mått på hävstångseffekten, inbegripet användningen av hävstång via derivatinstrument (dvs. syntetisk hävstång), finns inte tillgängligt. I dagsläget gör ECB:s statistik dessutom inte åtskillnad mellan fondföretag och AIF-fonder, vilket är viktigt för en fullgod övervakning av riskerna eftersom dessa fonder drivs inom mycket olika regleringssystem.

**Harmoniserade rapporteringsregler för fondföretag på unionsnivå skulle kunna vara effektivt ur ett övervakningsperspektiv, och skulle även kunna minska den befintliga ineffektiviteten i rapporteringen såväl som kostnaderna både för behöriga myndigheter och branschen.** Sedan direktiv 2011/61/EU trädde i kraft har både de nationella behöriga myndigheterna och AIF-förvaltarna förbättrat sin tekniska kapacitet och samlat erfarenheter utifrån de omfattande rapporteringsregler som föreskrivs genom direktiv 2011/61/EU. Om nya rapporteringsregler för fondföretag skulle skapas utifrån de befintliga tekniska rapporteringssystemen skulle både de behöriga myndigheterna och de fondförvaltare som förvaltar AIF-fonder och fondföretag, eller förvaltar fondföretag med olika rapporteringskrav i olika jurisdiktioner, kunna dra fördel av synergieffekterna i rapporteringen.

**När rapporteringsreglerna för fondföretag ska fastställas bör kommission tänka på att fondföretagen drivs under ett mer stringent regelverk än AIF-fonderna.** En mindre omfattande rapporteringsram skulle vara tillräckligt för en korrekt övervakning av de risker för den finansiella stabiliteten som orsakas av fondföretag.

**Kommissionen bör även ta hänsyn till andra pågående initiativ som kan påverka en sådan harmoniserad rapportering.** Kommissionen bör ta hänsyn till Esmas och de nationella behöriga myndigheternas synpunkter på denna rapportering, såväl som de nya alternativa/ändrade hävstångsåtgärder som för närvarande utarbetas av Iosco. De rapporteringskrav som fastställs i förordning (EU) 2017/1131 om penningmarknadsfonder bör också beaktas.

**Detaljerade rapporteringskrav om likviditetsegenskaper skulle förenkla övervakningen av möjliga systemrisk till följd av fondföretagens likviditetstransformeringar och obalanser i likviditeten.** Fondföretagen omfattas av detaljerade regler när det gäller godtagbara tillgångar och investerar därför vanligen i mer likvida tillgångar, även om vissa fondföretag även kan investera i mindre likvida tillgångsklasser, t.ex. vissa typer av obligationsfonder (tillväxtmarknader eller obligationer med hög avkastning). Eftersom fondföretag även omfattas av minimikrav när det gäller inlösenfrekvens kan de dessutom utgöra en högre likviditetsrisk. För dessa fondföretag kan det finnas brister i uppgifterna under den nuvarande rättsliga ramen, eftersom de inte har skyldighet att rapportera till de nationella behöriga myndigheterna på samma sätt som AIF-fonderna. Omfattningen av de befintliga rapporteringsreglerna är därför inte heltäckande (direktiv 2011/61/EU jämfört med direktiv 2009/65/EG) och omfattar inte harmoniserade regler för likviditetsrisk som är meningsfulla och lätta att utforma och tolka. Detta är särskilt viktigt för övervakningen av utvecklingen ur ett makrotillsynsperspektiv och för sammanställningen av enskilda åtgärder inom branschen och i de olika jurisdiktionerna.

<sup>(1)</sup> Som exempel kan nämnas att Luxemburgs kommission för övervakning av finanssektorn (*Commission de Surveillance du Secteur Financier* – CSSF) införde ett rapporteringskrav i början av 2016 för att fondföretagen skulle rapportera olika riskfaktorer som finansiell hävstång, motpartsrisk, kreditrisk och likviditetsrisk två gånger per år. Mer information finns på adressen <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>.

**För att göra det möjligt att övervaka obalansen i likviditet inom fondföretagen bör företagen vara skyldiga att rapportera information om sina tillgångar såväl som sina skulder.** AIF-förvaltare måste rapportera information om fondernas likviditetsprofil, vilket ger användbar information om (AIF-förvaltarens) likviditetsbedömning av AIF-fondens investerade tillgångar och dess investeringsstruktur. Detta bör även användas som grund för rapportering av närstående fondföretag och kompletteras med rapportering om användningen av de olika verktyg för likviditetshantering som finns tillgängliga för fondföretagen. Ytterligare rapporterbara uppgifter kan till exempel inbegripa historisk information om omfattningen av tidigare inlösen.

**Insamlingen av andra uppgifter underlättar en heltäckande bedömning av fondföretagens möjliga bidrag till finans-/systemrisken.** Källan till hävstångseffekten är av särskilt intresse för att en korrekt bedömning ska kunna göras av de risker som har uppstått, till exempel genom ett fondföretags användning av en hävstång. Fondföretag bör även, bland annat, tillhandahålla information om investeringsstrategin, vilka instrument som omsätts, enskilda exponeringar samt profiler för marknadsrisk, motpartsrisk, kreditrisk och likviditetsrisk. Denna information kan ge en indikation om risken för tvångsförsäljning, motpartskoncentration och sammanlänkning med det övergripande finansiella systemet. Den bör även omfatta kategorier av derivatpositioner samt tekniker och instrument som återköpsavtal eller transaktioner avseende utlåning av värdepapper. Liknande krav fastställs i rapporteringskraven i direktiv 2011/61/EU, vilka kan kompletteras med fondföretagsspecifika aspekter som till exempel effektiv portföljförvaltning. AIF-förvaltaren måste tillhandahålla information om sin riskprofil och de huvudsakliga kategorier i vilka AIF-fonden har investerat, inbegripet motsvarande bruttomarknadsvärde för långsiktiga och kortsiktiga derivatpositioner. AIF-förvaltare måste dock även tillhandahålla information om källan till kontantupplåningen <sup>(1)</sup>.

**En ekonomiskt relevant del av fondföretagssektorn tillämpar strategier där hävstångseffekten – inbegripet användningen av syntetisk hävstång – endast är indirekt begränsad.** När det gäller användningen av en finansiell hävstång via transaktioner för värdepappersfinansiering eller syntetisk hävstång via derivatexponeringar kan fondföretag endast skapa exponering – beräknad enligt den åtagandebaserade metoden – upp till ett maximalt belopp som motsvarar det totala fondandelsvärdet (se ruta 1b). Enligt direktiv 2009/65/EG kan medlemsstaterna dock även tillåta att fondföretagen beräknar sin totala exponering genom att använda en VaR-metod eller någon annan avancerad metod för riskbedömning i stället för den åtagandebaserade metoden <sup>(2)</sup>. För dessa investeringsfonder är användningen av en hävstång endast indirekt begränsad genom begränsningar av investeringsfondens marknadsrisk <sup>(3)</sup>. Detta innebär att fonder som använder den *absoluta* VaR-metoden är begränsade till ett absolut VaR-värde som inte är större än 20 procent av fondandelsvärdet. Investeringsfonder som använder den *relativa* VaR-metoden är i sin tur begränsade till högst det dubbla värdet av risken för förlust enligt en given VaR-modell jämfört med en liknande portfölj utan hävstång. Det är viktigt att påpeka att dessa VaR-metoder kan medge en högre hävstångseffekt än den åtagandebaserade metoden, beroende på de underliggande värdepappernas volatilitet. Enligt en undersökning som ESRB genomfört i 11 av unionens jurisdiktioner kan den andel av fondföretagen som använder VaR-metoder för att beräkna den totala exponeringen utgöra 27–50 procent av unionens fondföretagssektor räknat i fondandelsvärde.

**En konsekvent rapportering av användningen av finansiell hävstång för alla fondföretag och AIF-fonder bör syfta till att stödja övervakningen av investeringsfonder som inte omfattas av några hävstångsgränser inom unionens investeringsfundssektor.** FSB rekommenderar att myndigheterna samlar in uppgifter om investeringsfondernas användning av finansiell hävstång, övervakar användningen av hävstångar av investeringsfonder som inte omfattas av gränser för användningen eller vars användning av hävstångar kan medföra allvarliga risker för det finansiella systemet, och vidtar åtgärder om det är nödvändigt. Samtidigt har Iosco blivit ombedd att identifiera och/eller utarbeta konsekventa åtgärder för användningen av finansiell hävstång i investeringsfonder för att uppnå en mer meningsfull övervakning av hävstångseffektens inverkan på den finansiella stabiliteten, och för att säkerställa att direkta jämförelser kan göras mellan olika investeringsfonder på global nivå senast i slutet av år 2018 <sup>(4)</sup>. Det slutgiltiga målet bör därför vara en harmoniserad rapportering av användningen av finansiell hävstång i linje med de konsekventa åtgärder som Iosco förväntas utveckla/identifiera. Harmoniseringen av rapporteringsramen för fondföretag och rapporteringen av användningen av finansiell hävstång i AIF-fonder enligt direktiv 2011/61/EU bör utvecklas i samma riktning för att underlätta övervakningen av investeringsfonder med hävstång inom unionens investeringsfundssektor i sin helhet. Kommissionen bör därför utarbeta en harmoniserad ram för hela unionen såväl som för fondföretagen och AIF-fonderna med beaktande av den internationella dimensionen såväl som målet att utarbeta enhetliga metoder för de olika metoderna för beräkning av hävstångseffekten (den teoretiska metoden, bruttometoden och den åtagandebaserade metoden). Detta skulle även underlätta övervakningen av fondföretag som endast är verksamma under indirekta hävstångsbegränsningar.

<sup>(1)</sup> Se till exempel bilaga IV till den delegerade förordningen (EU) nr 231/2013.

<sup>(2)</sup> Se till exempel artikel 41.3 i direktiv 2010/43/EU.

<sup>(3)</sup> Se Europeiska värdepapperstillsynskommitténs Riktlinjer om riskbedömning och beräkning av total exponering och motpartsrisk för fondföretag (nivå 3), 28 juli 2010.

<sup>(4)</sup> Se rekommendationerna 10 och 11 i FSB:s rapport *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, januari 2017.

För att rapporteringen av användningen av finansiell hävstång ska uppfylla kraven för den åtagandebaserade metoden enligt direktiv 2011/61/EU måste fondföretagen lägga till sitt fondandelsvärde beräknat enligt den åtagandebaserade metoden till sin exponering. Metoderna för beräkning av exponering enligt den åtagandebaserade metoden skiljer sig för närvarande något mellan direktiv 2009/65/EG och direktiv 2011/61/EU. I direktiv 2011/61/EU föreskrivs att AIF-fonderna ska beräkna sin åtagandebaserade exponering som summan av det absoluta värdet för alla positioner, medan fondföretag endast måste beräkna exponeringsökningen till följd av användningen av en finansiell hävstång (se tabell 3). Eftersom fondföretag inte får låna kontanter utan säkerhet för investeringsändamål, och eftersom reglerna för beräkning av exponering genom transaktioner för värdepappersfinansiering och derivatinstrument liknar de som fastställs i direktiv 2011/61/EU, kan den åtagandebaserade metoden för fondföretag anpassas till direktiv 2011/61/EU genom kravet att fondföretagen ska lägga till sitt fondandelsvärde till sin exponering.

I detta sammanhang bör fondföretagens nya riskrapportering även omfatta rapportering av stresstester. Rapporteringen bör omfatta resultaten av standardiserade endimensionella stresstester och även information om fondförvaltarnas egna scenarier för stresstester, såväl som de relevanta resultaten.

Tabell 3

## Beräkning av en investeringsfonds exponering enligt den åtagandebaserade metoden

	AIFM-direktivet	Fondföretag	
	Nuvarande beräkning		Rekommenderade ändringar
<b>Definition av exponeringen</b>	Summan av de absoluta värdena för alla positioner	Stegvis ökande exponering och hävstångseffekt genom användning av finansiella derivatinstrument	Lägg till fondandelsvärdet
<b>Finansiell hävstång</b>	<b>Återanvändning av upplåning av kontanter</b>		
	Det högsta av marknadsvärdet för den investering som genomförts eller den totala upplåningen av kontanter	Upplåning av kontanter utan säkerhet ej tillåten för investeringsändamål	Inga
	<b>Transaktioner för värdepappersfinansiering</b>		
	Marknadsvärde för den säkerhet som tagits emot (inbegripet kontanter) vid återinvesteringen	Marknadsvärde för den säkerhet som tagits emot (inbegripet kontanter) vid återinvesteringen	Inga
<b>Nettovärde för syntetisk hävstång</b>	<b>Derivat</b>		
	Summan av marknadsvärdet för motsvarande position i den underliggande tillgången efter nettning och värdesäkring	Summan av marknadsvärdet för motsvarande position i den underliggande tillgången efter nettning och värdesäkring	Inga

## **Rekommendation D(2) – Frekvens och omfattning av rapporteringskyldigheterna för fondföretag och deras förvaltningsbolag**

**De uppgifter som nämns i rekommendation D1 bör rapporteras kvartalsvis för en tillräcklig och – med hänsyn till den finansiella stabiliteten – relevant del av alla fondföretag och deras förvaltningsbolag.** Investeringsfondernas portföljsammansättning, portföljernas likviditet och användningen av hävstång (i synnerhet genom användning av derivat) kan bli föremål för betydande ändringar på kort sikt. Därför behövs åtminstone kvartalsvis rapportering för att övervaka och, vid behov, vidta åtgärder mot en utveckling som kan bidra till en ökning av riskerna för den finansiella stabiliteten. Med tanke på att fondföretagen och deras förvaltningsbolag är av olika storlek och har olika investeringsstrategier är det sannolikt att enskilda eller grupper av investeringsfonder bidrar olika mycket till systemrisken. Med hänsyn till den finansiella stabiliteten skulle kvartalsvis rapportering av en tillräckligt stor del av fondföretagen och deras förvaltningsbolag vara tillräckligt för övervakningen och samtidigt minska branschens totala rapporteringsbörd.

**Den undergrupp av fondföretag som rapporterar kvartalsvis bör åtminstone omfatta de fondföretag som använder VaR-metoden för att mäta sin totala exponering.** Genom att delta i derivattransaktioner använder dessa fondföretag i allmänhet mer komplexa investeringsstrategier, och de kan även använda en betydande hävstångseffekt. Utöver denna undergrupp av fondföretag bör kommissionen även ta hänsyn till egenskaper som storleken på de förvaltade tillgångarna och, eventuellt, investeringsstrategin och likviditetsprofilen, för att säkerställa att en relevant andel av fondföretagen och fondföretagens förvaltningsbolag rapporterar kvartalsvis.

**För att effektivt kunna övervaka utvecklingen och den potentiella ökningen av risker för den finansiella stabiliteten inom fondföretagsbranschen i allmänhet måste en tillräckligt stor undergrupp av fondföretag och förvaltningsbolag rapportera en tillräckligt stor mängd uppgifter åtminstone varje år.** Införandet av årlig rapportering för en tillräckligt stor andel av fondföretagen skulle, i kombination med de uppgifter som finns tillgängliga för AIF-fonderna, göra det möjligt att övervaka den allmänna utvecklingen i alla delar av unionens sektor för investeringsfonder. Det bör påpekas att årlig rapportering skulle vara i linje med de minimikrav för rapporteringsfrekvensen som fastställs i direktiv 2011/61/EU. Detta skulle säkerställa att de risker för den finansiella stabiliteten som förknippas med investeringsfonderbranschen, både när det gäller fondföretag och AIF-fonder, åtminstone kunde övervakas årligen. Rapporteringen skulle även möjliggöra meningsfulla jämförelser mellan fondföretagens och AIF-fondernas utveckling över tid och göra det möjligt att identifiera strukturella förändringar som kan bidra till en ökning av systemrisken.

**Kommissionen rekommenderas att ta hänsyn till de totala förvaltade tillgångarna i fondföretagen och deras förvaltningsbolag vid bestämningen av vilka enheter som ska omfattas av ett årligt rapporteringskrav.** Användningen av förvaltade tillgångar för att bestämma rapporteringskraven är i linje med de befintliga metoderna för fastställande av rapporteringskrav för AIF-förvaltare. Kommissionen kan även ta hänsyn till andra egenskaper, till exempel användningen av hävstång inom fondföretagen, metoden för att beräkna den totala exponeringen och fondföretagens investeringsstrategi, vid bestämningen av vilka företag som bör omfattas av årliga rapporteringskrav.

**Enligt direktiv 2011/61/EU kan rapporteringsfrekvenserna för AIF-förvaltare användas som ett riktmärke för bestämningen av rapporteringsfrekvenserna för fondföretag och deras förvaltningsbolag med utgångspunkt i de tre rapporteringskategorierna (kvartalsvis, årsvis eller ingen rapportering).** De gällande rapporteringsfrekvenserna<sup>(1)</sup> för auktoriserade AIF-förvaltare som förvaltar AIF-fonder i unionen (i linje med de frekvenser som gäller för fondföretag och deras förvaltningsbolag som alla måste vara auktoriserade och ha sitt säte i EU) kan sammanfattas enligt följande:

- AIF-förvaltare som förvaltar AIF-fonder med totala förvaltade tillgångar som ligger under tröskelvärdet på 100 miljoner euro kan välja att vara auktoriserade och rapportera information både på förvaltarnivå och AIF-nivå på årlig basis.
- Om en AIF-förvaltares totala förvaltade tillgångar överstiger tröskelvärdet på 100 miljoner euro, och om de totala förvaltade tillgångarna ligger kvar under tröskelvärdet på 1 miljard euro, är AIF-förvaltaren skyldig att rapportera varje halvår både på förvaltarnivå och AIF-nivå, bortsett från de fonder som har totala förvaltade tillgångar på över 500 miljoner euro.
- Om en AIF-förvaltares totala förvaltade tillgångar överstiger tröskelvärdet på 1 miljard euro måste förvaltaren rapportera kvartalsvis både på förvaltarnivå och AIF-nivå.

<sup>(1)</sup> Riktlinjer om rapporteringskrav enligt artiklarna 3.3 d och 24.1, 24.2 och 24.4 i AIFM-direktivet (ESMA/2014/869 SV). Det bör noteras att ovanstående sammanfattning inte tar hänsyn till rapporteringsfrekvenserna för AIF-fonder som investerar i onoterade företag och emittenter för att förvärva kontroll – en investeringsstrategi som inte kan bedrivas av fondföretag.

**Kommissionen kan samarbeta med Esma och de nationella behöriga myndigheterna för att fastställa en rimlig strategi för indelningen av undergruppen av fondföretag och deras förvaltningsbolag i de relevanta rapporteringskategorierna.** Ett samarbete med Esma och de nationella behöriga myndigheterna erbjuder en möjlighet att dra lärdom av nuvarande erfarenheter av rapporteringen enligt direktiv 2011/61/EU vid framtagning av en rapporteringsram för fondföretag och deras förvaltningsbolag. I samband med detta samarbete bör det noteras att kommissionen – i samarbete med Esma och de nationella behöriga myndigheterna – även kan överväga andra mål än övervakningen av riskerna för den finansiella stabiliteten (t.ex. investerarskyddet) som kan kräva mer frekvent rapportering. När rapporteringskraven väl har fastställts bör fondföretagen och deras förvaltningsbolag kontrolleras vid en specifik tidpunkt efter genomförandet för att utvärdera rapporteringens omfattning och frekvens.

**Kommissionen bör sträva efter att hitta rätt balans mellan en maximering av fördelarna med den utökade riskövervakningen och en minimering av de kostnader som uppstår till följd av nya rapporteringskrav.** På längre sikt kommer troligen alla jurisdiktioner att kunna dra fördel av en rapporteringsram för fondföretagen som liknar de tekniska rapporteringssystemen och strukturerna i den rapporteringsram som redan används enligt direktiv 2011/61/EU. På kortare sikt skulle dock övergången till nya rapporteringskrav för fondföretagen och deras förvaltningsbolag generera kostnader både för investeringsfondbranschen och tillsynsmyndigheterna. För de behöriga myndigheterna kommer de kortsiktiga kostnaderna sannolikt att variera, och de jurisdiktioner som för närvarande inte har några rapporteringskrav kommer sannolikt att uppleva den största bördan. Inom branschen kommer kostnaderna för en ny enhetlig rapporteringsram för fondföretagen sannolikt att variera avsevärt mellan olika förvaltningsbolag. Fondförvaltare som förvaltar fondföretag i olika jurisdiktioner kommer inledningsvis att drabbas av extra rapporteringskostnader, men de kommer även att se en förbättring av den övergripande rapporteringseffektiviteten och en minskning av kostnaderna jämfört med den nuvarande situationen med olika system och krav för rapporteringen i olika jurisdiktioner. På samma sätt kommer förvaltningsbolag som förvaltar både fondföretag och AIF-fonder att endast drabbas av mindre engångskostnader eftersom de kommer att redovisa sina fondföretag med hjälp av de befintliga rapporteringssystemen för sina AIF-fonder. Små förvaltningsbolag som endast förvaltar fondföretag i en jurisdiktion kommer sannolikt att drabbas av de högsta kostnaderna på kort sikt, eftersom effektivitetsvinster av ett nytt rapporteringssystem kommer att vara små jämfört med nuvarande rapporteringssituation. Den nya riskrapporteringen kommer att innebära extra administrations- och efterlevnadskostnader i samband med inrättandet av rapporteringssystemet, såväl som periodiska kostnader i samband med framtagningen av rapporterna. Dessa extrakostnader kan i sin tur leda till stordriftsfördelar och eventuellt påverka branschens struktur.

### **Rekommendation D(3) – Harmoniserad rapportering och informationsutbyte**

**De nationella behöriga myndigheterna bör vara skyldiga att dela med sig till andra myndigheter i unionen samt till Esma och ESRB av den information som rapporteras av fondföretag och deras förvaltningsbolag.** Ett obligatoriskt informationsutbyte underlättar den kollektiva analysen av fondföretagens eventuella bidrag till uppbyggandet av systemrisk och möjliggör gemensamma åtgärder. Ett eller flera fondföretag kan dessutom vid enstaka tillfällen utgöra en viktig källa till motpartsrisk för ett kreditinstitut eller något annat systemrelevant institut i en eller flera av medlemsstaterna. Detta understryker ytterligare vikten av en adekvat ram för utbyte av den rapporterade informationen med andra myndigheter.

**Kommissionen rekommenderas att tillämpa de gällande bestämmelserna och metoderna för informationsutbyte enligt direktiv 2011/61/EU på den nya rapporteringsramen för fondföretag<sup>(1)</sup>.** Enligt direktiv 2011/61/EU är de nationella behöriga myndigheterna skyldiga att dela med sig av den information som samlas in om AIF-förvaltare och AIF-fonder till andra myndigheter samt till Esma och ESRB. Det utbyte av information mellan Esma och ESRB som rör uppgifter som samlas in i enlighet med direktiv 2011/61/EU baseras i sin tur på ett samförståndsavtal. De nationella behöriga myndigheterna i hemmedlemsstaten kan även begära ytterligare information utanför rapporteringsramen periodvis eller på ad hoc-basis om detta anses vara nödvändigt för en effektiv övervakning av systemrisken. Slutligen stöds det harmoniserade utbytet av information ytterligare enligt direktiv 2011/61/EU genom en teknisk genomförandestandard som utarbetats av Esma för att fastställa förfarandena för informationsutbytet mellan de nationella behöriga myndigheterna och mellan de nationella behöriga myndigheterna och Esma.

#### **II.4.2 Oavsiktliga effekter**

**En ny rapporteringsram för fondföretag skapar kostnader i samband med de processer för insamling och utbyte av uppgifter som måste genomföras av förvaltningsbolagen och de nationella behöriga myndigheterna.** Alla insatser för att förbättra rapporteringen från fondföretagen och deras förvaltningsbolag bör därför ta hänsyn till proportionalitetsprincipen och försöka minska de tillhörande kostnaderna. En förbättrad rapportering kan i många fall medföra en onödig börda för mindre aktörer i branschen. Rapporteringsramen för fondföretag bör därför ta hänsyn till varje investeringsfonds potentiella bidrag till uppbyggnaden av systemrisk när rapporteringskraven ska fastställas. Rapporteringsramen för fondföretag bör inbegripa andra sätt att minska de tillhörande kostnaderna och ta hänsyn till befintliga rapporteringsramar för vilka tekniska standarder redan har utarbetats av branschen och de behöriga myndigheterna. Eftersom många av fondföretagens förvaltningsbolag även innehar en licens som AIF-förvaltare, och eftersom

<sup>(1)</sup> Se till exempel artiklarna 50, 52 och 54 i direktiv 2011/61/EU.

flera av rapporteringsområdena är likartade för både fondföretag och AIF-fonder, skulle det vara rimligt att basera formatet på fondföretagens rapporteringsram på den befintliga rapporteringsramen enligt direktiv 2011/61/EU. Rapporteringsramen för fondföretag bör även, i så stor utsträckning som möjligt, ta hänsyn till de befintliga rapporteringskrav som dessa investeringsfonder redan är föremål för. Framför allt innehåller ECB:s insamling av uppgifter om investeringsfondernas balansräkning redan detaljerad information om investeringsfondernas tillgångar och skulder (se Europeiska centralbankens förordning (EU) nr 1073/2013<sup>(1)</sup>). Dessa uppgifter är dock inte tillgängliga för hela unionen och är i regel inte tillräckligt detaljerade för att ge användbar insikt om investeringsfondernas likviditetsrisk och användning av finansiell hävstång.

## II.5 Rekommendation E – Riktlinjer för artikel 25 i direktiv 2011/61/EU

### II.5.1 Ekonomisk grund och avsedda effekter

#### Rekommendation E(1) – Bedömning av hävstångsrelaterade systemrisk

Förvaltare av investeringsfonder är skyldiga att rapportera detaljerade uppgifter för varje AIF-fond med finansiell hävstång till de nationella behöriga myndigheterna. Uppgifterna, som kan omfatta upp till 301 olika punkter, ska innehålla detaljerad information om investeringsfondens användning av hävstång, storlek, investeringsstrategier, viktigaste exponeringar, geografiska fokus, investerarnas ägande och koncentration, vilka instrument som omsätts, marknadsrisk, profil för motpartsrisk, likviditetsprofil (inbegripet återbetalningsprofil) samt operativa och andra riskaspekter. Det bör noteras att AIF-fonder med en skuldsättningsgrad som är mer än tre gånger högre än fondandelsvärdet, beräknat enligt den åtagandebaserade metoden, anses använda finansiell hävstång i betydande grad. Förvaltare av sådana investeringsfonder måste dessutom rapportera uppgifter om de fem största källorna till lån av kontanter eller värdepapper.

De detaljerade uppgifter som finns tillgängliga för de nationella behöriga myndigheterna utgör stöd till bedömningen av den hävstångsrelaterade systemrisken, även om de lämnar gott om utrymme för olika nationella tillvägagångssätt. De rapporterade uppgifterna innehåller till exempel två olika mått på hävstångseffekten – ett bruttomått och ett nettomått som gäller exponeringar med hävstång som används för netting och värdesäkring – och myndigheterna kan ha olika åsikter när det gäller användningen och tolkningen av dessa åtgärder. En omfattande rapportering av uppgifter ger även utrymme för nationella olikheter när det gäller huruvida det är nödvändigt att ta med ytterligare informationsposter vid bedömningen utöver användningen av hävstång. Det kan även finnas skillnader vad gäller behovet att utvärdera om användningen av hävstång inom AIF-fonderna bidrar till systemrisken.

AIF-sektorns internationella karaktär förutsätter en mer samordnad strategi för bedömningen av hävstångsrelaterade systemrisk och möjliga mildrande åtgärder. AIF-fondernas investeringar har vanligen kopplingar till finansinstitut i andra länder, vilket gör att den möjliga ekonomiska effekten av investeringsfondernas låneminskningar eller misslyckanden inte är begränsad till den jurisdiktion i vilken AIF-fonden har sitt säte. Det är också relativt enkelt för fondförvaltare och/eller deras investeringsfonder att flytta till en annan jurisdiktion, vilket ytterligare understryker vikten av en mer samordnad strategi för bedömningarna och de möjliga mildrande åtgärderna.

För att säkerställa att de nationella behöriga myndigheterna har en konsekvent strategi vid bedömningen av huruvida villkoren för införandet av hävstångsrelaterade åtgärder är uppfyllda bör Esma, som ett första steg, erbjuda riktlinjer för en gemensam uppsättning indikatorer. Sådana riktlinjer skulle effektivisera användningen av den omfattande information som finns tillgänglig för de nationella behöriga myndigheterna enligt direktiv 2011/61/EU och uppmuntra myndigheterna att bedöma i vilken omfattning användningen av finansiell hävstång i AIF-sektorn bidrar till uppbyggnaden av systemrisk. Genomförandet av de politiska åtgärder som anges i artikel 25 i direktiv 2011/61/EU, inbegripet gränserna för makrotillsyn av användningen av hävstång eller andra restriktioner för förvaltningen av AIF-fonder, kräver en ram som gör det möjligt att bedöma huruvida de åtgärder som tillämpas på investeringsfondnivå medför en effektiv begränsning av hävstångseffektens bidrag till uppbyggnaden av systemrisk inom AIF-sektorn.

För att stödja en harmoniserad användning av indikatorerna bör Esma även ge vägledning i samband med tolkningen av indikatorerna. Esma håller för närvarande på att bygga upp ett dataset på EU-nivå som kommer att omfatta alla uppgifter som rapporteras på nationell nivå till de nationella behöriga myndigheterna enligt direktiv 2011/61/EU. När detta dataset finns tillgängligt kommer Esma att kunna utarbeta kvantitativa perspektiv på tolkningen av indikatorerna inom bedömningsramen, t.ex. genom att undersöka grundläggande sammanfattande statistik om enskilda indikatorer som rapporterade medel-, median-, minimi- och maximivärden och fördelningen av de rapporterade värdena.

<sup>(1)</sup> Europeiska centralbankens förordning (EU) nr 1073/2013 av den 18 oktober 2013 om statistik över tillgångar och skulder hos investeringsfonder (ECB/2013/38) (EUT L 297, 7.11.2013, s. 73).



**Bedömningsramen bör omfatta indikatorer som visar den finansiella hävstångens nivå, källa och användningsområde.** Finansiell hävstång genom upplåning eller transaktioner för värdepappersfinansiering ökar investeringsfondens likviditetsrisk, eftersom lånekostnaderna eller marginalkraven kan öka. Användningen av syntetisk hävstång ökar i sin tur fondens känslighet för chocker på derivatmarknaderna och risken för att marginalsäkerhetskrav som orsakats av små nedåtgående prisfluktuationer kan tvinga fonden att blixtsälja sina tillgångar.

**Ramen bör i så stor utsträckning som möjligt fånga upp de kanaler genom vilka systemrisk kan uppstå, såsom förklaras nedan.**

- a) **De enskilda fondernas och hela AIF-sektorns möjliga bidrag till risken för blixtförsäljningar.** En investeringsfonds återbetalningsprofil är en aspekt av risken för blixtförsäljning. Genom att erbjuda kortfristiga (särskilt dagliga) inlösbare fordringar och korta uppsägningstider är investeringsfonder särskilt sårbara för rusningar som kan sätta igång en blixtförsäljning. En annan aspekt av investeringsfondens återbetalningsprofil är dess investerarbas, där en högre koncentration av vissa typer av investerare – särskilt i kombination med en kort inlösenfrekvens – ökar risken för blixtförsäljningar, eftersom dessa kan utlösas när bara en eller ett fåtal av investerarna beslutar sig för att lösa in sina andelar. Likviditetsprofilen för en investeringsfond är en andra aspekt av risken för blixtförsäljning. Likviditeten i en investeringsfonds portfölj är av avgörande betydelse för dess förmåga att uppfylla begäranden om inlösen och/eller marginalsäkerhetskrav utan att behöva blixtsälja sina tillgångar. Kapaciteten att likvidera delar av portföljen beror i stor utsträckning på egenskaperna hos investeringsfondens portfölj. Aspekter som höga koncentrationer av motpartskreditexponeringar eller enskilda instrument ökar risken för att investeringsfonden måste blixtsälja sina tillgångar om motparten inte uppfyller sina åtaganden. För komplexa portföljer (t.ex. sådana som omsätter en stor andel OTC-instrument eller återvinner säkerheter i stor utsträckning) kan dessa effekter förstärkas ännu mer.
- b) **Investeringsfondernas och hela AIF-sektorns direkta sammanlänkningskanaler med finansinstitut.** Användningen av finansiell hävstång kan öka risken för att en investeringsfond drabbas av finansiella svårigheter, vilka kan överföras till fondens motparter och vidare till det bredare finansiella systemet ("motpartskanalen"). Motparterna kan omfatta banker eller mäklare som har direkta handelsförbindelser med, eller har bidragit med finansiering till, en investeringsfond med finansiell hävstång. En investeringsfond med hävstång kan även sprida riskerna till det globala finanssystemet genom sina förbindelser med sina investerare och sin finansiering av andra finansiella mellanhänder och företag ("sammanlänkningskanalen"). Ett sätt att fånga upp direkta sammanlänkningskanaler med finansinstitut är att mäta koncentrationen av motpartsexponeringar mot en investeringsfond. Investeringsfonder kan även ha direkta kopplingar till finansinstitut via sin investerarbas och sina portföljinvesteringar.
- c) **Direkt eller indirekt användning av kreditförmedling i enskilda investeringsfonder och AIF-sektorn i sin helhet.** Investeringsfonder med finansiell hävstång kan bidra till överdriven kreditförmedling och risken för avbrott i kreditförmedlingsprocessen när kreditcykeln vänder. Användningen av hävstång gör att investeringsfonderna kan bevilja mer kredit direkt till real ekonomin eller underlätta en mer omfattande kreditförmedling av bankerna. När det gäller den sistnämnda aspekten kan investeringsfonder tillhandahålla direkt finansiering till banksektorn, investera i strukturerad kredit och ta på sig kreditrisk genom derivat. Systemrisk kan även uppstå på grund av plötsliga avbrott i tillhandahållandet av likviditet och kortsiktig finansiering till finansinstitut, plötsliga minskningar av marknadslikviditeten hos finansiella instrument som är viktiga för kreditförmedlingen eller otillräcklig riskuppdatering<sup>(1)</sup>.

**Esma bör tillhandahålla riktlinjer för en bedömningsram som är praktiskt användbar.** Även om de potentiella kanalerna för systemrisk teoretiskt sett kan kategoriseras i breda kategorier är de sammanflätade och sannolikt ömsesidigt förstärkande i praktiken. De underliggande mekanismerna för systemrisk via dessa kanaler kan vara komplexa och föränderliga. Till följd av detta är det inte lätt att fånga upp investeringsfondernas bidrag till systemriskerna med hjälp av enskilda indikatorer, vilket framtvänger en kompromiss mellan en enkel, användbar ram och en ram som är mer komplex och svår att genomföra. Som vägledande princip bör indikatorerna endast ingå i ramen om de kan göra det betydligt enklare att bedöma investeringsfondernas och hela AIF-sektorns bidrag till hävstångsrelaterade systemrisk.

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

Esma s riktlinjer fr bedmningsramen br dessutom skapa en tillrcklig grund fr de nationella behriga myndigheterna nr de ska frklara sitt beslut att vidta politiska tgrder fr makrotillsyn. De nationella behriga myndigheterna i AIF-fbrvaltarens hemmedlemsstat br informera Esma, ESRB och AIF-fondens nationella behriga myndigheter om skalen till att tgrder fr makrotillsyn har vidtagits fr att begrnsa den omfattning i vilken anvndningen av finansiell hfvstng bidrar till uppbyggnaden av systemrisk i det finansiella systemet eller risker fr storningar p marknaderna <sup>(1)</sup>. Fljaktligen br Esma utfrda rd avseende tgrden och även kontrollera om villkoren fr den politiska tgrden har uppfyllts <sup>(2)</sup>. En detaljerad bedmningsram som de nationella behriga myndigheterna kan flja okar chanserna fr att myndigheterna och Esma kommer overens om behovet att vidta tgrder.

I tabell 4 ges ett exempel p en uppsattning gemensamma indikatorer som kan utgöra en del av den rekommenderade bedmningsramen. Indikatorerna hrör fr analyser som utförts av ECB och De Nederlandsche Bank (DNB) <sup>(3)</sup>, Osterreichische Nationalbank (OeNB) <sup>(4)</sup> och Frenade kungarikets finansinspektion <sup>(5)</sup>. Indikatorerna underlätar en bedmning av den finansiella hfvstngens nivå, källa och anvndningsområde, och syftar till att i så stor utsträckning som möjligt fnga upp de kanaler genom vilka systemrisk kan uppstå. Alla indikatorer kan utformas med hjalp av den information som ska rapporteras till de nationella behriga myndigheterna enligt artikel 24 i direktiv 2011/61/EU.

Tabell 4

Exempel p en uppsattning indikatorer som kan ingå i en bedmningsram fr investeringsfondernas inverkan p riskerna fr den finansiella stabiliteten

		INDIKATOR		BENÄMNING	ID-datafält AIFM-direkti- vets datamall
		Nr	NAMN		
1. RISK FÖR INFLYTANDE PÅ MARKNADEN	Storlek	1.1	Nettoexponering	Fondandelsvrde (NAV) * Hfvstng enligt den ttagandebaserade metoden	53, 295
		1.2	Fondandelsvrde	NAV	53
2. RISK FÖR BLIXTFÖRSÄLJ- NING	Hfvstng	2.1	Nettovrde fr hfvstng	Hfvstng enligt den ttagandebaserade metoden	295
		2.2	Bruttovrde och nettovrde fr hfvstng	Bruttovrde fr hfvstng/hfvstng enligt den ttagandebaserade metoden, som ett mtt p anvndningen av arrangemang fr nettning och vrdeskring	294, 295
	Återbetalningsprofil	2.3	Inlösenperiodens varaktighet	Minsta tid i dagar som investerare mste vrta p att återkalla investeringar	194, 195, 196

<sup>(1)</sup> Se till exempel artikel 25 i direktiv 2011/61/EU.

<sup>(2)</sup> Se till exempel artikel 25.6 i direktiv 2011/61/EU.

<sup>(3)</sup> Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. och 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*, gemensam delrapport frn ECB och DNB.

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

<sup>(5)</sup> Financial Conduct Authority, *Hedge Fund Survey*, juni 2015.

		INDIKATOR		BENÄMNING	ID-datafält AIFM-direkti- vets datamall
		Nr	NAMN		
	<b>Obalans i likviditet</b>	2.4	Inlösenperiodens varaktighet minus rapporterad portföljlikviditet i dagar	Minsta tid i dagar som investerare måste vänta på att återkalla investeringar minus den portföljlikviditet som rapporterats av tillgångsförvaltaren	194, 195, 196, 178–184
		2.5	Förhållandet mellan fondandelsvärde och mycket likvida tillgångar	Mycket likvida tillgångar omfattar likvida medel och motsvarigheter till likvida medel (bankcertifikat, företagscertifikat m.m.), börsnoterade aktier, värdepapper med hög kreditvärdighet som emitterats av finansinstitut, statsobligationer i EU och G10-länder utanför EU samt andelar i investeringsfonder	53, 123
		2.6	Andel av illikvida tillgångar (% av NAV)	Illikvida tillgångar omfattar fysiska tillgångar, onoterade bolag, företagsobligationer och konvertibla obligationer med låg kreditvärdighet samt lån.	53, 123
	<b>Investerarkoncentration och motparts-koncentration</b>	2.7	Investerarkoncentration	Andel av fondandelsvärdet som ägs av de fem största investerarna	118
		2.8	Motparts-koncentration	Total nettokreditexponering mot de fem största motparterna (% av NAV)	165
	3. RISK FÖR DIREKT SPRIDNING TILL FINANSINSTITUT	<b>Kopplingar via investeringar</b>	3.1	Investeringar i finansinstitut	Långsiktigt värde på investeringar i börsnoterade aktier och företagsobligationer som emitterats av finansinstitut som % av NAV
3.2			Investeringar i strukturerade och värdepapperiserade produkter (% av NAV)	Summan av långa exponeringar i värdepapper med bakomliggande tillgångar som säkerhet (ABS), värdepapper med privata hypotekslån som säkerhet (RMBS), värdepapper med lån på kommersiella fastigheter som säkerhet (CMBS), värdepapper med bakomliggande tillgångar och panträtter som säkerhet (AMBS), tillgångsbaserade certifikat (ABCP), CDO-obligationer (Collateralised Debt Obligations), CLO-obligationer (Collateralised Loan Obligations), strukturerade certifikat, börshandlade produkter (ETP) och andra som % av NAV	53, 123

		INDIKATOR		BENÄMNING	ID-datafält AIFM-direkti- vets datamall
		Nr	NAMN		
	<b>Kopplingar via investerarbas</b>	3.3	Banker i investerarbas (% av NAV)	Direkta förbindelser med finansinstitut som investerare	209
		3.4	Försäkringsbolag i investerarbas (% av NAV)		
		3.5	Pensionsfonder i investerarbas (% av NAV)		
		3.6	Investeringsfonder i investerarbas (% av NAV)		
		3.7	Andra finansinstitut i investerarbas (% av NAV)		
<b>4. RISK FÖR AVBROTT I DIREKT KREDITFÖRMEDLING</b>		4.1	Investeringar i företagsobligationer (% av NAV)	Summa av långsiktiga värden av företagsobligationer, konvertibla obligationer som inte emitterats av finansinstitut (med hög respektive låg kreditvärdighet) som % av NAV	53, 123
		4.2	Investeringar i företagslån (% av NAV)	Högrisklån och andra lån i % av NAV	53, 123

## Rekommendation E(2) – Hävstångsgränser för makrotillsyn

**Esma kan hjälpa de nationella behöriga myndigheterna att använda hävstångsgränser i praktiken genom att tillhandahålla riktlinjer för olika utformningsalternativ, däribland en bedömning av deras ändamålsenlighet och effektivitet.** Enligt direktiv 2011/61/EU kan användningen av finansiell hävstång begränsas om den bidrar till "att bygga upp risker för det finansiella systemets funktion", men direktivet innehåller inte någon ytterligare vägledning om utformningen av gränser. De nationella behöriga myndigheterna kan dra fördel av Esmas riktlinjer för utformning av hävstångsgränser, medan Esma kan bygga vidare på Europeiska systemrisknämndens rekommendation ESRB/2013/1<sup>(1)</sup>. ESRB rekommenderar att myndigheterna utformar instrument för makrotillsyn som är effektiva och ändamålsenliga för deras politiska syften.

**Hävstångsgränser för AIF-fonder kan betraktas som effektiva om de minskar risken för i) blixtförsäljningar, ii) spridningseffekter till finansiella motparter och iii) störningar i kreditförmedlingen.** Genom att begränsa dessa marknadsstörningar stödjer hävstångsgränserna den finansiella stabiliteten. När det gäller ESRB:s mellanliggande mål är hävstångsgränserna inriktade på "risken för alltför hög skuldsättningsgrad"<sup>(2)</sup>. Den systemövergripande skuldsättningen är alltför hög om den gör att ekonomierna blir utsatta för kostsamma finansiella kriser.

**För att hävstångsgränserna ska vara effektiva bör instrumentet vara enkelt och oavsiktliga konsekvenser bör begränsas.** Myndigheterna bör välja gränser som är lätta att kalibrera och genomföra, vilket främjar öppenhet och förhindrar passivitet. Oavsiktliga konsekvenser bör begränsas, och hävstångsgränserna bör kunna stå emot manipulering och arbitrage av marknadsaktörerna. Hävstångsgränserna bör även vara proportionerliga mot de systemrisker som uppstår genom investeringsfondens användning av finansiell hävstång för att säkerställa att sektorn även fortsättningsvis kan erbjuda värdefulla tjänster till ekonomin. Investeringsfonderna bör till exempel även i fortsättningen kunna införa varierande och aktiva strategier som kan fungera som stötdämpare under kritiska marknadsförhållanden. Vid bedömningen av behovet av hävstångsgränser och vilka typer av gränser som skulle vara proportionerliga mot systemriskerna bör myndigheterna utföra en riskanalys på grundval av uppgifter som samlats in i enlighet med direktiv 2011/61/EU och de riskindikatorer som ingår i en gemensam ram för riskbedömning (som föreslås av Esma i rekommendation E1).

**För Esmas information innehåller tabell 5 ett exempel på en ram för utvärdering av olika utformningsalternativ för hävstångsgränserna när det gäller ändamålsenlighet och effektivitet.** Som exempel utvärderas tre olika utformningsalternativ för konstanta hävstångsgränser som utgår från cykliska gränser. Dessa exempel utgör inte någon fullständig uppsättning alternativ, och utvärderingen nedan bör ses som ett exempel på hur ramen kan användas för att utvärdera olika utformningsalternativ.

**En begränsning som ska passa alla scenarier kan vara enkel att införa men samtidigt få stora oavsiktliga konsekvenser.** En sådan begränsning kan vara effektiv när det gäller att begränsa hävstångsrelaterade systemrisker om det är bindande för en stor andel av investeringsfonderna i sektorn. Denna metod kan dock ha den oavsiktliga konsekvensen att vissa affärsmodeller blir olönsamma, vilket kan ha en allvarlig negativ inverkan på likviditeten hos olika produkter på den globala finansmarknaden. En restriktiv begränsning som ska passa alla scenarier kan dessutom leda till en betydande minskning av sektorns förmåga att dämpa marknadschocker i den utsträckning som fondförvaltare investerar aktivt och går emot marknadstendenserna. Med tanke på att sådana hävstångsgränser kan ha en begränsande effekt på verksamheten i investeringsfundssektorn finns det en risk för att verksamheten kan flyttas till andra, mindre reglerade delar av finanssektorn.

**Hävstångsgränser baserade på investeringsfondens typ och/eller profil kan vara ett användbart instrument för de nationella behöriga myndigheterna på kort till medellång sikt.** En differentiering av hävstångsgränserna utifrån investeringsfondens typ och/eller profil skulle göra det möjligt för myndigheterna att rikta in sig på de investeringsfonder som bidrar mest till systemriskerna och därmed bemöta sektorns strukturella sårbarhet. Flera olika alternativ kan övervägas för differentieringen i enlighet med investeringsfondens profil. Myndigheter som försöker minska risken för blixtförsäljning kan till exempel överväga att införa begränsningar för investeringsfonder som erbjuder kortsiktig inlösen eller investerar i mindre likvida tillgångar. Som ett annat exempel kan myndigheter som hysar oro över finansiella spridningseffekter införa hävstångsgränser för investeringsfonder som har stora eller koncentrerade exponeringar mot andra finansinstitut. Esma kan hjälpa myndigheterna genom att tillhandahålla riktlinjer för profileringen av investeringsfonder i syfte att bedöma de hävstångsrelaterade riskerna och införa hävstångsgränser för makrotillsyn. Myndigheterna

<sup>(1)</sup> Europeiska systemrisknämndens rekommendation ESRB/2013/1 av den 4 april 2013 om makrotillsynspolitikens mellanliggande mål och instrument (EUT C 170, 15.6.2013, s. 1).

<sup>(2)</sup> Se till exempel rekommendation ESRB/2013/1 för en översikt över mellanliggande mål och en kartläggning av befintliga och potentiella instrument för makrotillsyn.

kan även ta hänsyn till skillnader i de övergripande hävstångsnivåerna genom att använda olika differentierande gränser för varje typ av investeringsfond. En nackdel med detta alternativ är att investeringsfonderna kan försöka manipulera dessa gränser genom att klassificera fonderna på ett gynnsammare sätt <sup>(1)</sup>. Det kan därför vara motiverat att införa kriterier för klassificeringen av AIF-fonder i olika typer av investeringsfonder.

Tabell 5

**En möjlig ram för utvärdering av utformningsalternativ för hävstångsgränserna med avseende på ändamålsenlighet och effektivitet**

	Utformningsalternativ för hävstångsgränser	Konstanta hävstångsgränser			Cykliska gränser
		1	2	3	
		En begränsning som ska passa alla	Gränser per fondtyp	Gränser per fondprofil	
<b>Ändamålsenlighet</b>	<b>Blyxförsäljning</b>	Effektivt för att begränsa alla marknadsstörningar om begränsningen är bindande för en stor andel av fonderna med finansiell hävstång	Effektivt för att begränsa alla marknadsstörningar om begränsningarna är bindande för en stor andel av fonderna med finansiell hävstång	Effektivt vid inriktning på fonder med finansiell hävstång och relativt illikvida portföljer och/eller korta inlösenperioder	Utformningsalternativ 1 till 3 kan tillämpas under olika långa tidsperioder. Utformningarna har samma effekt, men cykliska hävstångsgränser är bättre lämpade för att begränsa uppbyggnaden av risker under en uppgång och materialiseringen av risker i en nedgång i den finansiella cykeln
	<b>Extern effekt av motparter och sammanlänkning</b>			Effektivt vid inriktning på fonder med finansiell hävstång och starka direkta kopplingar till finansinstitut	
	<b>Överdriven förmedling av kredit</b>			Effektivt vid inriktning på fonder med finansiell hävstång som investerar i företagsobligationer och lån	
<b>Effektivitet</b>	<b>Proportionalitet</b>	En lågt satt gräns kan göra fonderna (dvs. hedgefonder) olönsamma, medan en högt satt gräns inte kan förhindra en allmän uppbyggnad av hävstångseffekten	Gränserna är inriktade på fondtyper med relativt hög hävstångseffekt (t.ex. hedgefonder), men skiljer inte mellan riskprofilerna inom en fondtyp	Gränserna är inriktade på olika allmänna riskprofiler i de olika fondtyperna	Proportionaliteten beror på det valda utformningsalternativet

<sup>(1)</sup> Enligt direktiv 2011/61/EU kan fondförvaltarna själva välja fondtyp.

	Utformningsalternativ för hävstångsgränser	Konstanta hävstångsgränser			Cykliska gränser
		1	2	3	
		En begränsning som ska passa alla	Gränser per fondtyp	Gränser per fondprofil	
	<b>Skydd mot manipulering och arbitrage</b>	Inget utrymme för manipulering och arbitrage	Visst utrymme för manipulering och arbitrage eftersom blandade fonder kan försöka hitta en gynnsammare klassificering av fonderna	Sannolikt inga möjligheter till "gaming" och arbitrage med ett litet antal strikt definierade profiler	Utrymmet för manipulering och arbitrage beror på det valda utformningsalternativet
	<b>Kalibreringens komplexitet</b>	Enklaste utformningsalternativet	Relativt enkelt med ett litet antal strikt definierade fondtyper	Relativt enkelt med ett litet antal strikt definierade fondprofiler	Kräver en indikator för hävstångscykeln och ett mått på fondernas bidrag, vilket ökar kalibreringens komplexitet

Källa: Tabell 4.1 i Van der Veer m.fl. (2017).

**På längre sikt kan cykliska hävstångseffekter också utvärderas.** Myndigheterna kan även överväga att tillämpa en hävstångsgräns med viss utformning (t.ex. en gräns som ska passa alla eller en gräns per fondtyp eller fondprofil) på ett cykliskt sätt. Jämfört med konstanta hävstångsgränser passar cykliska hävstångsgränser bättre för att dämpa uppbyggnaden och materialiseringen av risker under uppgångs- respektive nedgångsfasen i finanscykeln. På kort till medellång sikt är en cyklisk metod dock inte alltid genomförbar, eftersom detta kräver en mätning av den finansiella cykeln och en indikator för fondens bidrag, vilket ökar åtgärdens komplexitet. Med samma tillvägagångssätt som användes för hävstångsgränser enligt Basel III kan fokus på kort sikt ligga på konstanta gränser. Cykliska gränser kan provas när myndigheterna har samlat mer erfarenhet av användningen av konstanta gränser.

**Hävstångsgränserna bör baseras på de hävstångsåtgärder som anges i direktiv 2011/61/EU för att förstärka en konsekvent tillämpning och öppenhet och undvika regleringsarbitrage.** Användningen av gemensamma hävstångsåtgärder hjälper myndigheterna att uppnå en konsekvent tillämpning av hävstångsgränser i Europa. Den förstärker även de politiska åtgärdernas öppenhet och underlättar deras genomförande. Användningen av gemensamma åtgärder bidrar även till en begränsning av fondförvaltarnas regleringsarbitrage. Med tanke på de komplexa metoder som krävs för att mäta hävstångseffekten bör myndigheterna bygga vidare på de befintliga koncept och åtgärder för mätning av hävstångseffekten som anges i direktiv 2011/61/EU.

**En periodisk översyn av hävstångsgränserna kommer att leda till i) förbättringar baserade på erfarenhet och ii) en anpassning till internationella standarder.** Det kan hävdas att de hävstångsåtgärder som anges i direktiv 2011/61/EU för närvarande inte är perfekt definierade eller att åtgärderna i slutändan inte kommer att ligga i linje med internationella standarder (däribland de som utarbetats av Iosco). En stor fördel med att använda hävstångsåtgärderna i direktiv 2011/61/EU är dock att möjliga framtida förbättringar av mätningen av hävstångseffekten beaktas automatiskt och konsekvent om ett förfarande med regelbunden översyn införs. En regelbunden översynsprocess skulle även förbättra överensstämmelsen med internationella standarder (FSB, Iosco). En periodisk översyn av hävstångsgränserna skulle vara i linje med rekommendation ESRB/2013/1<sup>(1)</sup>.

**Riktlinjer för kriterierna för tillämpning av hävstångsgränser hjälper de nationella behöriga myndigheterna att verkställa hävstångsgränser.** Tydlig vägledning förstärker en konsekvent tillämpning i Europa och motverkar passivitet.

<sup>(1)</sup> Se till exempel rekommendation D i ESRB/2013/1.

**Esma kan hjälpa myndigheterna att verkställa hävstångsgränser genom att tillhandahålla riktlinjer för hur myndigheterna bör balansera regelbaserade åtgärder med det skönmässiga genomförandet av åtgärder.** En balans bör hittas mellan enkelheten att genomföra regelbaserade åtgärder och flexibiliteten i att utföra en skönmässig bedömning.

#### **Rekommendation E(3) – Delgivningsförfarande**

**Esma bör ta fram ett tydligt delgivningsförfarande för de beslut som fattas av de nationella behöriga myndigheterna enligt artikel 25 i AIF-direktivet.** Ett sådant harmoniserat delgivningsförfarande gör det möjligt för myndigheterna att informera Esma på ett effektivt sätt. Esma och ESRB kan i sin tur analysera delgivningarna på ett effektivt och ändamålsenligt sätt.

#### **Rekommendation E(4) – Riktmärkning**

**För att ytterligare främja en sund, effektiv och konsekvent nivå av reglering och övervakning rekommenderas att Esma tar fram riktmärken för de nationella behöriga myndigheternas utövande av sina befogenheter enligt artikel 25.3 i direktiv 2011/61/EU.** Sådana riktmärken kan till exempel ge en indikation om de omständigheter under vilka befogenheterna har utövats och vilka krav som har införts för att hantera olika situationer. Detta kan vara till hjälp vid fastställande av bästa praxis. Esma bör även diskutera resultaten av denna riktmärkning bland sina medlemmar och dela med sig av kunskapen om de nationella behöriga myndigheternas verksamhet till den nationella myndigheten för makrotillsyn och ESRB.

**Även om resultaten av riktmärkningen inte är bindande kan de användas av de nationella behöriga myndigheterna vid utformningen av deras egna metoder.** Referensundersökningar har till exempel utförts med avseende på de nationella behöriga myndigheternas bedömning av de interna metoder som används för att beräkna bankernas krav på kapitalbas<sup>(1)</sup> och scenarierna för återhämtningsplaner i enlighet med Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/59/EU<sup>(2)</sup>,<sup>(3)</sup>. Dessa undersökningar visar hur riktmärkning kan användas för att jämföra olika övervakningsmetoder, vilket främjar deras konvergens, och för att förbättra beslutsfattandet bland de nationella behöriga myndigheterna samtidigt som handlingsfriheten bevaras. Denna riktmärkning kan även ligga till grund för kommissionens delegerade akter i enlighet med artikel 25.9 i direktiv 2011/61/EU (principer som specificerar de omständigheter under vilka de nationella behöriga myndigheterna tillämpar sina befogenheter i enlighet med artikel 25.3, med beaktande av AIF-fondernas olika strategier, de olika marknadsförhållanden under vilka AIF-fonderna verkar och de möjliga procykliska effekterna av tillämpningen av bestämmelserna).

#### **II.5.2 Oavsiktliga effekter**

**En kompromiss måste göras mellan harmoniseringsnivån och de nationella behöriga myndigheternas befogenheter att göra en skönmässig bedömning.** Eftersom denna rekommendation är avsedd att främja ett harmoniserat tillvägagångssätt vid verkställandet av artikel 25 finns det vissa begränsningar i de nationella behöriga myndigheternas befogenheter att göra en skönmässig bedömning. Esmas befogenheter att utfärda riktlinjer syftar i grunden till att främja en enhetlig tillsyn. En extrem effekt kan dock vara att Esmas riktlinjer om ramen för riskbedömningen och utformningen, kalibreringen och tillämpningen av begränsningar för makrotillsyn av hävstångseffekten kan skapa oavsiktliga hinder för de nationella behöriga myndigheterna när de utövar sina skönmässiga befogenheter att tillämpa gränser för makrotillsyn av hävstångseffekten för AIF-fonder som förvaltas av fondförvaltare i deras jurisdiktion.

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

<sup>(2)</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/59/EU av den 15 maj 2014 om inrättande av en ram för återhämtningsplaner och resolution av kreditinstitut och värdepappersföretag och om ändring av rådets direktiv 82/891/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU och 2013/36/EU samt Europaparlamentets och rådets förordningar (EU) nr 1093/2010 och (EU) nr 648/2012 (EUT L 173, 12.6.2014, s. 190).

<sup>(3)</sup> Se rapporten på adressen <https://www.esba.europa.eu/-/eba-benchmarks-approaches-on-scenarios-in-recovery-plans>.



## Referenser

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

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, utgåva nr 39, juli, s. 8.

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

Bengtsson, E. (2016), "Investment funds, shadow banking and systemic risk", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, volym 24, nummer 1, s. 60–73.

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

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

Europeiska värdepapperstillsynskommittén (2010), *CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS*, uppföljningsyttrande, juli.

Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 231/2013 av den 19 december 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU vad gäller undantag, allmänna verksamhetsvillkor, förvaringsinstitut, finansiell hävstång, öppenhet och tillsyn (EUT L 83, 22.3.2013, s. 1).

Kommissionens direktiv 2007/16/EG av den 19 mars 2007 om genomförande av rådets direktiv 85/611/EEG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag), när det gäller förtydligandet av vissa definitioner (EUT L 79, 20.3.2007, s. 11).

Kommissionens direktiv 2010/43/EU av den 1 juli 2010 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG när det gäller organisatoriska krav, intressekonflikter, uppföranderegler, riskhantering och innehållet i avtalet mellan ett förvaringsinstitut och ett förvaltningsbolag (EUT L 176, 10.7.2010, s. 42).

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, tal vid Europeiska kommissionens och Europeiska centralbankens gemensamma konferens om finansiell integration och stabilitet i Europa, Frankfurt am Main, Tyskland, april.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG av den 13 juli 2009 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) (EUT L 302, 17.11.2009, s. 32).

Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU av den 8 juni 2011 om förvaltare av alternativa investeringsfonder samt om ändring av direktiv 2003/41/EG och 2009/65/EG och förordningarna (EG) nr 1060/2009 och (EU) nr 1095/2010 (EUT L 174, 1.7.2011, s. 1).

Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/59/EU av den 15 maj 2014 om inrättande av en ram för återhämtning och resolution av kreditinstitut och värdepappersföretag och om ändring av rådets direktiv 82/891/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU och 2013/36/EU samt Europaparlamentets och rådets förordningar (EU) nr 1093/2010 och (EU) nr 648/2012 (EUT L 173, 12.6.2014, s. 190).

Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU (EUT L 173, 12.6.2014, s. 349).

Europeiska bankmyndigheten (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, rapport tillgänglig på adressen <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

Europeiska bankmyndigheten (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, rapport, december, tillgänglig på adressen <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Europeiska centralbanken (2016), *Financial Stability Review*, maj.

Europeiska kommissionen (2012), *Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments*, tillgänglig på adressen [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.

Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (2014), *Riktlinjer om rapporteringskrav enligt artiklarna 3.3 d och 24.1, 24.2 och 24.4 i AIFM-direktivet*, (ESMA/2014/869 SV), augusti.

Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, nr 2.

Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, ESMA/2016/596, yttrande, april, tillgängligt på adressen [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)

Europeiska systemrisknämnden (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, nr 1, juli.

Europeiska systemrisknämnden (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, nr 2, maj.

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

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

Rådet för finansiell stabilitet (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, januari.

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

Internationella organisationen för värdepapperstillsyn (2015), *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members*. slutrapport, FR28/2015, december.

Internationella organisationen för värdepapperstillsyn (2017), *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, samrådsrapport, CR05/2017, juli.

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

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

Maijoor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, tal vid ESRB:s workshop om skuggbankverksamheten, Frankfurt am Main, Tyskland, maj.

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

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

Europeiska systemrisknämndens rekommendation ESRB/2012/1 av den 20 december 2012 om penningmarknadsfonder (EUT C 146, 25.5.2013, s. 1).

Europeiska systemrisknämndens rekommendation ESRB/2013/1 av den 4 april 2013 om makrotillsynspolitikens mellanliggande mål och instrument (EUT C 170, 15.6.2013, s. 1).

Europeiska systemrisknämndens rekommendation ESRB/2014/1 av den 18 juni 2014 om riktlinjer för fastställandet av kontryckiska buffertvärden (EUT C 293, 2.9.2014, s. 1).

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (EUT L 201, 27.7.2012, s. 1).

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 av den 26 juni 2013 om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersföretag och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 (EUT L 176, 27.6.2013, s. 1).

Europeiska centralbankens förordning (EU) nr 1073/2013 av den 18 oktober 2013 om statistik över tillgångar och skulder hos investeringsfonder (ECB/2013/38) (EUT L 297, 7.11.2013, s. 73).

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 909/2014 av den 23 juli 2014 om förbättrad värdepappersavveckling i Europeiska unionen och om värdepapperscentraler samt ändring av direktiv 98/26/EG och 2014/65/EU och förordning (EU) nr 236/2012 (EUT L 257, 28.8.2014, s. 1).

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2015/760 av den 29 april 2015 om europeiska långsiktiga investeringsfonder (EUT L 123, 19.5.2015, s. 98).

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1131 av den 14 juni 2017 om penningmarknadsfonder (EUT L 169, 30.6.2017, s. 8).

Amerikanska finansinspektionen (2016), Investment Company Liquidity Risk Management Programs, 17 CFR del 210, 270, 274, utgåva nr 33-10233, IC-32315, dokument nr s. 7-16-15 RIN 3235-AL61, tillgänglig på adressen <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. och Weistroffer, C. (2016), "Towards a framework for calibrating macroprudential leverage limits for alternative investment funds", specialutgåva "A", *ECB Financial Stability Review*, november, s. 123-133.

Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. och 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*, gemensam delrapport från ECB och DNB.

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, tal vid The New York Times DealBook Opportunities for Tomorrow Conference vid One World Trade Center, New York, N.Y., december.

---

## Tillägg

Tabell A1

## Tillgången till instrument för likviditetshantering i unionens medlemsstater (källa: 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
Spärrar	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	JA	JA	NEJ	NEJ	JA	JA	
Sidofickor	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ
Avgift för utspädningsskydd	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA
Avgifter vid inlösen	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA
Inlösen i form av apporttillgångar	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA
Tillfälligt stopp för inlösen	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA
Swing pricing	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA
Kortfristig upplåning	JA	NEJ	JA	JA	JA	JA	NEJ	JA	JA	JA	JA	JA	NEJ	NEJ	JA	JA	JA	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	JA	JA	JA
Obligatoriska likviditetsbuffertar	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA
Separata avtal ("side letters")	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	NEJ	JA	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA
Andra verktyg/åtgärder	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	JA	NEJ	NEJ	JA