

## I

(Rezolucje, zalecenia i opinie)

## ZALECENIA

## EUROPEJSKA RADA DS. RYZYKA SYSTEMOWEGO

## ZALECENIE EUROPEJSKIEJ RADY DS. RYZYKA SYSTEMOWEGO

z dnia 7 grudnia 2017 r.

w sprawie ryzyka płynności i dźwigni w funduszach inwestycyjnych

(ERRS/2017/6)

(2018/C 151/01)

RADA GENERALNA EUROPEJSKIEJ RADY DS. RYZYKA SYSTEMOWEGO,

uwzględniając Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej,

uwzględniając rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1092/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego<sup>(1)</sup>, w szczególności art. 3 ust. 2 lit. b), d) i f) oraz art. 16–18,

uwzględniając decyzję Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego ERRS/2011/1 z dnia 20 stycznia 2011 r. ustanawiającą regulamin Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego<sup>(2)</sup>, w szczególności art. 18–20,

a także mając na uwadze, co następuje:

- (1) Sektor funduszy inwestycyjnych zanotował w ostatniej dekadzie silny wzrost, zarówno w Unii jak i na całym świecie, w związku z czym fundusze inwestycyjne stanowią obecnie większą niż w przeszłości część składową rynków papierów wartościowych. Oczekuje się, że – w obecnie istniejącym środowisku niskich stóp procentowych oraz ograniczeń w bilansach banków w połączeniu ze zmianami wynikającymi z rozwoju unii rynków kapitałowych – rola funduszy inwestycyjnych w pośrednictwie finansowym będzie w dalszym ciągu rosła. Organy regulacyjne wyrażają zadowolenie z takiego rozwoju sytuacji, ponieważ dywersyfikacja źródeł finansowania może wesprzeć zwiększenie wydajności i odporności systemu finansowego jako całości.
- (2) Istnieją jednak obawy, że zwiększenie aktywności funduszy inwestycyjnych w zakresie pośrednictwa finansowego może spowodować spotęgowanie ewentualnych przyszłych kryzysów finansowych. Niedopasowanie pomiędzy płynnością aktywów otwartych funduszy inwestycyjnych a ich profilami umorzeniowymi może skutkować gwałtowną wyprzedaną spowodowaną koniecznością realizacji zleceń umorzenia w okresach napięć na rynku. Taka gwałtowna wyprzedaż aktywów mogłaby negatywnie wpływać na innych uczestników rynku finansowego posiadających takie same aktywa lub aktywa ściśle z nimi skorelowane. Ponadto konsekwencje niekorzystnych zmian sytuacji na rynkach mogą zostać spotęgowane stosowaniem dźwigni finansowej, ponieważ tworzy ona ekspozycje przekraczające aktywa funduszu inwestycyjnego. Poza powyższymi kanałami pośredniego zarażenia fundusze inwestycyjne mogą również rozprzestrzeniać ryzyko poprzez wzajemne powiązania, np. połączenia ze swoimi inwestorami, co stanowi bezpośredni kanał przenoszenia szoków do innych instytucji finansowych.
- (3) Fundusze inwestycyjne są także podatne na zmiany dynamiki i struktury rynku. Na przykład w środowisku niskich stóp procentowych poszukiwanie rentowności może prowadzić do zwiększenia udziału inwestycji w mniej płynne aktywa. Istnieje ryzyko, że szoki na poziomie makro, takie jak odwrócenia premii za ryzyko, mogą prowadzić do dużej liczby zleceń umorzenia składanych przez inwestorów funduszy inwestycyjnych. Problem ten może być szczególnie poważny w funduszach inwestycyjnych, których portfele obejmują w dużej części aktywa z wysoką dźwignią i aktywa mniej płynne.

<sup>(1)</sup> Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 1.

<sup>(2)</sup> Dz.U. C 58 z 24.2.2011, s. 4.

- (4) W przypadku braku odpowiednich działań ograniczających to ryzyko niektórzy inwestorzy mogą także wykorzystywać „przewagę pierwszego gracza”, która polega na tym, że inwestorzy, którzy dokonają umorzenia przed wystąpieniem napięć na rynku lub na wczesnym etapie takich napięć, nie ponoszą pełnych konsekwencji wystąpienia takiej sytuacji, pozostawiając tym samym całość ciężaru pozostałym inwestorom.
- (5) Obecnie obowiązujące akty prawa Unii obejmują środki mające na celu ograniczenie efektu spotęgowania kryzysu finansowego przez sektor funduszy inwestycyjnych oraz wzmocnienie odporności tego sektora. Do takich aktów należą dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE<sup>(1)</sup> i 2011/61/UE<sup>(2)</sup>.
- (6) Zarówno dyrektywa 2009/65/WE, jak i dyrektywa 2011/61/UE określają wymogi dotyczące zarządzania płynnością. Alternatywne fundusze inwestycyjne (AFI) mają obowiązek posiadania polityki w zakresie umarzenia spójnej z profilem płynności ich strategii inwestycyjnej, a także obowiązek przeprowadzania regularnych testów warunków skrajnych zarówno w normalnych, jak i wyjątkowych warunkach płynnościowych. Przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) podlegają szczegółowym zasadom kwalifikacji określającym rodzaje aktywów, w jakie podmioty te mogą inwestować, oraz w odpowiednich przypadkach mają obowiązek przeprowadzania testów warunków skrajnych.
- (7) W celu zmniejszenia ryzyka systemowego związanego z dźwignią dyrektywy 2009/65/WE i 2011/61/UE obecnie przewidują podstawę prawną ograniczenia nadmiernego wykorzystania dźwigni w funduszach inwestycyjnych. Art. 51 ust. 3 dyrektywy 2009/65/WE określa limit inwestycyjny dotyczący ekspozycji UCITS na instrumenty pochodne, natomiast art. 83 ust. 2 lit. a) tej dyrektywy określa 10 % maksymalny próg pożyczek tymczasowych. Art. 25 ust. 3 dyrektywy 2011/61/UE upoważnia właściwe organy krajowe do nakładania limitów dźwigni finansowej oraz innych ograniczeń dotyczących zarządzania alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Ponadto art. 25 ust. 7 dyrektywy 2011/61/UE określa rolę Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) w stwierdzaniu, że dźwignia finansowa zastosowana przez zarządzającego alternatywnym funduszem inwestycyjnym (ZAFI) lub grupę ZAFI stwarza znaczne ryzyko dla stabilności i integralności systemu finansowego, w którym to przypadku ESMA może wystosować do właściwych organów zalecenia określające środki zaradcze, które należy przyjąć, w tym limity ograniczające poziom dźwigni finansowej.
- (8) Stworzenie regulacji skutecznie ograniczających ryzyko systemowe wymaga konsekwentnego stosowania wysokich standardów w odniesieniu do zdolności zarządzających funduszami inwestycyjnymi do zarządzania ryzykiem w całej Unii. Istnieją dowody na to, że obecnie obowiązujące ramy regulacyjne skutecznie ograniczają ryzyko podejmowane przez fundusze inwestycyjne na poziomie mikroostrożnościowym. Niesprawdzona pozostaje jednak ich skuteczność w perspektywie makroostrożnościowej. Celem niniejszego zalecenia jest ograniczenie ryzyka systemowego dotyczącego niedopasowania płynności i stosowania dźwigni w funduszach inwestycyjnych. Takie działania wzmocnią ramy makroostrożnościowe w Unii przy ich stosowaniu do sektora zarządzania aktywami.
- (9) Celem zalecenia A jest ograniczenie ryzyka mogącego powstawać w sytuacji, gdy zarządzający funduszami nie dysponują adekwatnymi narzędziami zarządzania płynnością, takimi jak opłaty za umorzenie, bariery umorzeniowe lub możliwość tymczasowego zawieszenia umorzeń. W przypadku braku takich narzędzi presja umorzeniowa w okresach spadku cen aktywów może spowodować systemowe napięcia płynnościowe oraz nasilać efekt spadku cen aktywów, co może prowadzić do powstania ryzyka dla stabilności finansowej. Dostępność zróżnicowanego zestawu narzędzi zarządzania płynnością we wszystkich państwach członkowskich zwiększyłaby zdolność zarządzających funduszami do radzenia sobie z presją umorzeniową w przypadku wystąpienia napięć płynnościowych. Ponadto zalecenie A ma na celu dalsze doprecyzowanie zawieszania umorzeń przez właściwe organy krajowe.
- (10) Zalecenie B ma na celu ograniczenie i zapobieganie nadmiernym niedopasowaniom płynności w otwartych AFI. Niektóre otwarte AFI inwestują dużą część swoich środków w mniej płynne aktywa. Są to na przykład fundusze inwestycyjne inwestujące w nieruchomości, nienotowane papiery wartościowe, pożyczki i inne aktywa alternatywne. Takie fundusze inwestycyjne powinny być w stanie wykazać właściwym organom krajowym, zarówno w trakcie procesu udzielania zezwolenia, jak i po jego udzieleniu, zdolność do utrzymania swojej strategii inwestycyjnej także w skrajnych warunkach rynkowych.
- (11) Zalecenie C ma na celu wspieranie spójnych praktyk w zakresie testów warunków skrajnych ryzyka płynności na poziomie funduszu inwestycyjnego. Testy warunków skrajnych są narzędziami wspomagającymi zarządzających funduszami w identyfikacji potencjalnych słabości strategii inwestycyjnej oraz przygotowaniu funduszu inwestycyjnego na kryzys. Testy warunków skrajnych, o ile stosuje się je prawidłowo jako narzędzia pomagające

<sup>(1)</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.U. L 302 z 17.11.2009, s. 32).

<sup>(2)</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz.U. L 174 z 1.7.2011, s. 1).

w zarządzaniu ryzykiem i podejmowaniu decyzji, powinny zmniejszać ryzyko płynnościowe na poziomie pojedynczych funduszy i przyczyniać się do obniżenia ryzyka płynnościowego na poziomie całego systemu finansowego. Oczekuje się, że wytyczne dotyczące praktyki prowadzenia testów warunków skrajnych ryzyka płynności przez zarządzających funduszami pozwolą zmniejszyć ryzyko płynnościowe na poziomie zarówno pojedynczych funduszy, jak i całego systemu, oraz poprawić umiejętności tych podmiotów w zakresie zarządzania płynnością w sposób korzystny dla interesu inwestorów, w tym poprzez unikanie nieoczekiwanych sytuacji i wynikających z nich działań awaryjnych w okresach nadszyczenia wysokiego poziomu zleceń umorzenia tytułów uczestnictwa.

- (12) Zalecenie D ma na celu ustanowienie zharmonizowanych ram sprawozdawczych dla UCITS w całej Unii. Choć w wielu jurysdykcjach unijnych określono obowiązki sprawozdawcze UCITS, praktyki sprawozdawcze są ogromnie zróżnicowane pod względem częstotliwości, UCITS podlegających obowiązkowi sprawozdawczym oraz przekazywanych danych. Brak zharmonizowanych ram sprawozdawczych uniemożliwia monitorowanie i kompleksową ocenę potencjalnego przyczyniania się przez UCITS do powstawania ryzyka dla stabilności finansowej. Zharmonizowane ramy sprawozdawczości UCITS zmniejszą także istniejące nieefektywności sprawozdawcze, zarówno dla właściwych organów krajowych, jak i dla całego sektora.
- (13) Celem zalecenia E jest ułatwienie implementacji art. 25 dyrektywy 2011/61/UE, który wprowadza narzędzie makroostrożnościowe ograniczające stosowanie dźwigni przez AFL. Istnieje potrzeba doprecyzowania sposobu stosowania tego narzędzia poprzez wypracowanie wspólnego podejścia zapewniającego harmonizację stosowania tego narzędzia przez właściwe organy krajowe. Dlatego też należy stworzyć wytyczne dotyczące zasad oceny ryzyka dźwigni oraz projektowania, kalibracji i implementacji limitów dźwigni.
- (14) Niniejsze zalecenie popiera stworzenie proporcjonalnych zasad zarządzania ryzykiem systemowym powstającym w sektorze funduszy inwestycyjnych lub przez ten sektor powodowanych, jednocześnie utrzymując kluczowe zasady umorzeń, które przyciągają inwestorów do otwartych funduszy inwestycyjnych i ułatwiają zbiorowe inwestowanie.
- (15) Niniejsze zalecenie uwzględnia bieżące inicjatywy na poziomie międzynarodowym i europejskim w zakresie polityki makroostrożnościowej zmierzającej do ograniczenia ryzyka powodowanego niedopasowaniem płynności oraz stosowaniem dźwigni w funduszach inwestycyjnych, a także – w szczególności – prace Rady Stabilności Finansowej (FSB) i Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO). 12 stycznia 2017 r. FSB opublikowała rekomendacje dotyczące strukturalnych słabości działalności w zakresie zarządzania aktywami wynikających z niedopasowania płynności i stosowania dźwigni w funduszach inwestycyjnych<sup>(1)</sup>. Uzupełnieniem prac FSB ma być implementacja rekomendacji FSB przez IOSCO. Proces implementacji jest aktualnie w toku.
- (16) W kontekście implementacji makroostrożnościowych elementów obecnych ram regulacyjnych dotyczących funduszy inwestycyjnych oraz w celu zapewnienia spójności działania właściwych organów krajowych niniejsze zalecenie jest adresowane częściowo do ESMA jako organu wykonującego zadania pośredniczące i koordynacyjne.
- (17) Ograniczenie innych ryzyk stwarzanych przez fundusze inwestycyjne wymagałoby przedstawienia przez Komisję Europejską dodatkowych propozycji legislacyjnych. EBC zauważa, że Komisja umieściła już w swoim harmonogramie prac przeglądy legislacyjne w omawianym obszarze. Przeglądy te będą stanowiły okazję do rozwiązania kwestii makroostrożnościowych zasygnalizowanych w zaleceniach.
- (18) Zalecenia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) są publikowane po poinformowaniu Rady Unii Europejskiej o takim zamiarze przez Radę Generalną i umożliwieniu Radzie zajęcia stanowiska w tym zakresie,

PRZYJMUJE NINIEJSZE ZALECENIE:

#### SEKCJA 1

#### ZALECENIA

##### **Zalecenie A – Narzędzia zarządzania płynnością na potrzeby umarzenia tytułów uczestnictwa**

1. Zaleca się, aby Komisja przedstawiła propozycje włączenia do prawodawstwa Unii wspólnych unijnych ram prawnych dotyczących uwzględnienia dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością w planowaniu funduszy inwestycyjnych powstających w dowolnym miejscu w Unii, tak aby decyzje co do tego, które z dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością włączyć do dokumentów założycielskich funduszu inwestycyjnego lub innych informacji udzielanych przed zawarciem umowy były podejmowane indywidualnie przez poszczególne podmioty odpowiedzialne za zarządzanie funduszami.

<sup>(1)</sup> Rada Stabilności Finansowej, „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities”, styczeń 2017 r.

2. Zaleca się, aby Komisja zaproponowała włączenie do prawodawstwa Unii dodatkowych przepisów określających rolę właściwych organów krajowych w sytuacji, gdy korzystają one z prawa do zawieszenia umorzeń w przypadku zaistnienia transgranicznych skutków dla stabilności finansowej.
3. Zaleca się, aby Komisja zaproponowała przyznanie w prawodawstwie Unii na rzecz ESMA generalnej roli pośredniczącej, doradczej i koordynacyjnej w odniesieniu do uprawnień właściwych organów krajowych w zakresie zawieszania umorzeń w przypadku zaistnienia transgranicznych skutków dla stabilności finansowej zgodnie z zaleceniem A(2).

### **Zalecenie B – Dodatkowe przepisy mające zmniejszyć prawdopodobieństwo nadmiernego niedopasowania płynności**

Zaleca się, aby Komisja zaproponowała włączenie do prawodawstwa Unii środków mających zmniejszyć stopień, w jakim stosowanie transformacji płynności w otwartych AFI może przyczyniać się do narastania ryzyka systemowego lub ryzyka chaotycznego funkcjonowania rynków.

### **Zalecenie C – Testy warunków skrajnych**

W celu wsparcia konwergencji nadzorczej zaleca się, aby ESMA stworzyła wytyczne dotyczące praktyki prowadzenia przez zarządzających funduszami testów warunków skrajnych ryzyka płynności dla poszczególnych AFI i UCITS.

### **Zalecenie D – Sprawozdawczość UCITS**

1. Zaleca się, aby Komisja zaproponowała włączenie do prawodawstwa Unii wymogu regularnego przekazywania przez UCITS i spółki zarządzające UCITS właściwym organom danych, w szczególności dotyczących ryzyka płynności i dźwigni, a także przekazywania tych danych odpowiedniemu właściwemu organowi krajowemu, chyba że jest to właściwy organ na potrzeby sprawozdawczości UCITS.
2. Zaleca się, aby Komisja zaproponowała, by dane wskazane w zaleceniu D(1) były przekazywane, zgodnie z definicjami określonymi w ramach sprawozdawczych, co najmniej z częstotliwością kwartalną przez wystarczająco reprezentatywną z perspektywy stabilności finansowej część wszystkich UCITS i spółek zarządzających UCITS. Jako minimum należy wprowadzić wymóg corocznego przekazywania wystarczającego podzbioru danych przez reprezentatywną część wszystkich UCITS i spółek zarządzających UCITS.
3. Zaleca się, aby Komisja zaproponowała, by poszczególne organy krajowe udostępniały dane, o których mowa w zaleceniu D(1), właściwym organom krajowym innych odpowiednich państw członkowskich, ESMA i ERRS.

### **Zalecenie E – Wytyczne dotyczące art. 25 dyrektywy 2011/61/UE**

1. Zaleca się, aby ESMA wydała wytyczne dotyczące zasad oceny stopnia, w jakim stosowanie dźwigni w sektorze AFI przyczynia się do narastania ryzyka systemowego w systemie finansowym.
2. Zaleca się, aby ESMA wydała wytyczne dotyczące konstrukcji, kalibracji i stosowania makroostrożnościowych limitów dźwigni.
3. Zaleca się, aby ESMA wydała wytyczne dotyczące sposobu, w jaki właściwe organy krajowe powinny informować ESMA, ERRS i inne właściwe organy krajowe o zamiarze implementacji środków makroostrożnościowych na podstawie art. 25 ust. 3 dyrektywy 2011/61/UE.
4. Zaleca się, aby ESMA wykorzystała informacje otrzymywane od właściwych organów krajowych na podstawie art. 25 ust. 3 dyrektywy 2011/61/UE w celu tworzenia zestawień porównawczych oraz udostępniania krajowym organom makroostrożnościowym i ERRS wiedzy dotyczącej praktyki stosowania limitów dźwigni finansowej oraz innych ograniczeń dotyczących zarządzania alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi.

## SEKCJA 2

### IMPLEMENTACJA

#### 1. Definicje

1. Użyte w niniejszym zaleceniu określenia oznaczają:

- a) „dodatkowe narzędzia zarządzania płynnością” – narzędzia wspierające otwarte AFI oraz UCITS, jak również zarządzające nimi podmioty, we właściwym i skutecznym zarządzaniu zleceniami umorzenia, w szczególności w okresach napięć na rynku. Narzędzia te powinny obejmować takie środki następcze jak zawieszenie umorzeń lub odroczenie umarzenia (bariery umorzeniowe/wydłużanie terminów zapowiedzi umorzenia), oraz środki zapobiegawcze takie jak obciążanie kosztami transakcji inwestorów dokonujących zapisów/umorzeń („ruchoma wycena”/opłaty chroniące przed rozwodnieniem aktywów);

- b) „alternatywne fundusze inwestycyjne (AFI)” – przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania zdefiniowane w art. 4 ust. 1 lit. a) dyrektywy 2011/61/UE;
  - c) „zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI)” – zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi w rozumieniu art. 4 ust. 1 lit. b) dyrektywy 2011/61/UE, z zastrzeżeniem wyłączeń określonych w art. 2 ust. 3 tej dyrektywy i zwolnień określonych w art. 3 tej dyrektywy;
  - d) „zarządzający otwartymi AFI” – podmioty należące do kategorii zdefiniowanych w art. 1 ust. 2 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) nr 694/2014<sup>(1)</sup>;
  - e) „podmiot odpowiedzialny za zarządzanie funduszami”: (i) spółkę zarządzającą w rozumieniu art. 2 ust. 1 lit. b) dyrektywy 2009/65/WE; (ii) UCITS ustanowione jako spółka inwestycyjna, która nie wyznaczyła spółki zarządzającej zgodnie z dyrektywą 2009/65/WE; (iii) ZAFI w rozumieniu art. 4 ust. 1 lit. b) dyrektywy 2011/61/UE; oraz (iv) wewnątrz zarządza AFI ustanowiony jako spółka inwestycyjna, która nie wyznaczyła ZAFI, o którym mowa w art. 5 ust. 1 lit. b) dyrektywy 2011/61/UE;
  - f) „dźwignia” – dowolną metodę, za pomocą której fundusz inwestycyjny zwiększa swoją ekspozycję do wysokości przekraczającej aktywa funduszu – poprzez zaciąganie pożyczek środków pieniężnych lub papierów wartościowych, dźwignię finansową związaną z instrumentami pochodnymi lub w inny sposób;
  - g) „właściwy organ krajowy” – właściwy organ w rozumieniu art. 2 ust. 1 lit. h) dyrektywy 2009/65/WE lub art. 4 ust. 1 lit. f) dyrektywy 2011/61/UE;
  - h) „ryzyko systemowe” – ryzyko systemowe w rozumieniu art. 2 lit. c) rozporządzenia (UE) nr 1092/2010;
  - i) „przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS)” – przedsiębiorstwo zdefiniowane w art. 1 ust. 2 dyrektywy 2009/65/WE, które otrzymało zezwolenie na prowadzenie działalności zgodnie z art. 5 tej dyrektywy;
  - j) „spółka zarządzająca UCITS” – spółkę zarządzającą w rozumieniu art. 2 ust. 1 lit. b) dyrektywy 2009/65/WE.
2. Załączniki I i II stanowią integralną część niniejszego zalecenia. W przypadku wystąpienia rozbieżności pomiędzy częścią główną niniejszego zalecenia a załącznikami decydujące znaczenie ma część główna zalecenia.

## 2. Kryteria implementacji

1. Do implementacji niniejszego zalecenia stosuje się następujące kryteria:

- a) niniejsze zalecenie dotyczy AFI, ZAFI, UCITS oraz spółek zarządzających UCITS;
- b) należy unikać arbitrażu regulacyjnego;
- c) należy przestrzegać zasady proporcjonalności, z uwzględnieniem celu i treści poszczególnych zaleceń;
- d) kryteria zgodności określone w załączniku I.

2. Adresaci informują ERRS oraz Radę o działaniach podjętych w celu realizacji niniejszego zalecenia lub we właściwy sposób uzasadniają niepodjęcie takich działań. Informacja taka powinna zawierać co najmniej:

- a) informacje dotyczące treści i harmonogramu podejmowanych działań, w tym – w odpowiednich przypadkach – działań odnoszących się do Europejskich Organów Nadzoru;
- b) ocenę funkcjonowania podjętych działań, z uwzględnieniem celów niniejszego zalecenia;
- c) szczegółowe uzasadnienie niepodjęcia działań lub odstępstw od postanowień niniejszego zalecenia, w tym opóźnień.

## 3. Terminy informowania o realizacji zaleceń

W terminach określonych poniżej adresaci informują ERRS oraz Radę o działaniach podjętych w celu realizacji niniejszego zalecenia lub we właściwy sposób uzasadniają niepodjęcie takich działań.

1. Zalecenie A

Do dnia 31 grudnia 2020 r. Komisja przekazuje ERRS i Radzie sprawozdanie z implementacji zaleceń A(1), A(2) i A(3).

<sup>(1)</sup> Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 694/2014 z dnia 17 grudnia 2013 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych służących określeniu typów zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. L 183 z 24.6.2014, s. 18).

## 2. Zalecenie B

Do dnia 31 grudnia 2020 r. Komisja przekazuje ERRS i Radzie sprawozdanie z implementacji zalecenia B.

## 3. Zalecenie C

Do dnia 30 czerwca 2019 r. ESMA przekazuje ERRS i Radzie wytyczne, o których mowa w zaleceniu C.

## 4. Zalecenie D

Do dnia 31 grudnia 2020 r. Komisja przekazuje ERRS i Radzie sprawozdanie z implementacji zaleceń D(1), D(2) i D(3).

## 5. Zalecenie E

a) Do dnia 30 czerwca 2019 r. ESMA przekazuje ERRS i Radzie wytyczne, o których mowa w zaleceniach E(1), E(2) i E(3).

b) Poczynając od 31 grudnia 2019 r. ESMA przekazuje krajowym organom nadzoru makroostrożnościowego oraz ERRS co najmniej raz do roku informacje wskazane w zaleceniu E(4).

## 4. Monitorowanie i ocena

### 1. Sekretariat ERRS:

a) udziela pomocy adresatom poprzez zapewnianie koordynacji składania sprawozdań, dostarczanie odpowiednich wzorów i formularzy oraz, w razie potrzeby, szczegółowe określanie procedury i terminów informowania o realizacji zaleceń;

b) weryfikuje realizację zaleceń przez adresatów, udziela im pomocy na ich wniosek oraz składa Radzie Generalnej za pośrednictwem Komitetu Sterującego sprawozdania dotyczące realizacji zaleceń.

2. Rada Generalna ocenia działania adresatów i przedstawiane przez nich uzasadnienia oraz, w razie potrzeby, może stwierdzić nieodpowiednie zastosowanie się do niniejszego zalecenia lub brak odpowiedniego uzasadnienia niepodjęcia działań.

Sporządzono we Frankfurcie nad Menem dnia 7 grudnia 2017 r.

*Szef Sekretariatu ERRS, w imieniu Rady Generalnej ERRS*

Francesco MAZZAFERRO

---

## ZAŁĄCZNIK I

## KRYTERIA ZGODNOŚCI Z ZALECENIAMI

**Zalecenie A**

W odniesieniu do **zalecenia A** określono poniższe kryteria zgodności.

A(1) – Dostępność dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością

Prawo Unii powinno zapewniać dostępność szerokiego wachlarza dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością na poziomie Unii, przy czym zarządzający funduszami powinni ponosić podstawową odpowiedzialność za uruchamianie i implementację dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością a niektóre z tych narzędzi nie będą właściwe lub niezbędne dla wszystkich rodzajów funduszy otwartych. Dodatkowe narzędzia zarządzania płynnością powinny wspierać alternatywne fundusze inwestycyjne (AFI) oraz przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), jak również podmioty nimi zarządzające, we właściwym i skutecznym zarządzaniu zleceniami umorzenia, w szczególności w okresach skrajnych warunków rynkowych.

Proponowane przez Komisję zmiany odpowiednich aktów prawa Unii powinny zobowiązywać:

- a) zarządzających otwartymi AFI oraz spółki zarządzające UCITS – do przeprowadzania oceny wszystkich dostępnych dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością, a w szczególności do oceny tego, które z tych narzędzi są odpowiednie dla strategii inwestycyjnych funduszy przez nie zarządzanych i w związku z tym powinny być włączone do dokumentów założycielskich tych funduszy lub do innych informacji udzielanych przed zawarciem umowy, w celu ich stosowania zarówno w normalnych, jak i skrajnych warunkach rynkowych, oraz w celu zapewnienia inwestorom wystarczającej przejrzystości w odniesieniu do takich narzędzi;
- b) zarządzających otwartymi AFI oraz spółki zarządzające UCITS – do włączenia do dokumentów założycielskich zarządzanych przez nie funduszy lub innych informacji udzielanych przed zawarciem umowy co najmniej uprawnień do zawieszenia umorzeń, w szczególności w skrajnych warunkach rynkowych;
- c) zarządzających otwartymi AFI oraz spółki zarządzające UCITS – do zapewnienia dostępności niezbędnej zdolności operacyjnej i planowania awaryjnego na potrzeby uruchomienia we właściwym czasie możliwych do wykorzystania dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością;
- d) zarządzających otwartymi AFI oraz spółki zarządzające UCITS – do przekazywania właściwym organom krajowym informacji na temat implementacji i stosowania dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością w skrajnych warunkach rynkowych;
- e) Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) – do wydania, po zasięgnięciu opinii Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) w odniesieniu do kwestii makroostrożnościowych, wytycznych dotyczących:
  - (i) definicji i cech dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością;
  - (ii) kryteriów oceny odpowiedniości na podstawie punktu A(1)(a);
  - (iii) wymogów przejrzystości dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością ustanowionych na podstawie punktu A(1)(a);
  - (iv) zasad nadrzędnych, zgodnie z którymi należy przeprowadzić implementację dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością do procesu zarządzania płynnością danego funduszu;
  - (v) sposobu oceny i radzenia sobie z potencjalnymi niezamierzonymi konsekwencjami stosowania dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością;
  - (vi) wymogu przekazywania informacji właściwym organom krajowym zgodnie z pkt A(1)(d); oraz
  - (vii) poziomu zapewnienia inwestorom przejrzystości co do uruchomienia i stosowania dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością.

Wytyczne te powinny uwzględniać konieczne planowanie awaryjne, które powinno być stosowane z wyprzedzeniem, zgodnie z wymogiem zawartym w pkt A(1)(c), tak aby umożliwić niezwłoczne i skuteczne uruchomienie dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością.

A(2) – Dodatkowe postanowienia dotyczące zawieszania przez właściwe organy krajowe umorzeń mających transgraniczne skutki dla stabilności finansowej

Proponowane przez Komisję zmiany odpowiednich aktów prawa Unii powinny obejmować:

- a) doprecyzowanie odpowiednich zadań właściwych organów krajowych i współpracy pomiędzy nimi w odniesieniu do zawieszania umorzeń z uwagi na względy transgranicznej stabilności finansowej w przypadku AFI lub UCITS, który mają siedzibę w jednym państwie członkowskim, ale posiadają ZAFI lub spółkę zarządzającą UCITS w innym państwie członkowskim, tj. w przypadku zaistnienia skutków transgranicznych;

- b) zobowiązanie właściwych organów krajowych wykonujących uprawnienie do zawieszania umorzeń z uwagi na względy transgranicznej stabilności finansowej do zawiadamiania innych odpowiednich właściwych organów krajowych, ESMA oraz ERRS przed skorzystaniem z takich uprawnień.

A(3) – Dalsze przepisy dotyczące roli ESMA w odniesieniu do zawieszenia przez właściwe organy krajowe umorzeń mających transgraniczne skutki dla stabilności finansowej

Proponowane przez Komisję zmiany w odpowiednich aktach prawa Unii powinny obejmować zobowiązanie ESMA do wykonywania ogólnych zadań pośrednictwa, doradztwa i koordynacji w odniesieniu do uprawnień właściwych organów krajowych w zakresie zawieszania umorzeń mających transgraniczne skutki dla stabilności finansowej.

### **Zalecenie B**

W odniesieniu do **zalecenia B** określono poniższe kryteria zgodności.

Proponowane przez Komisję zmiany odpowiednich aktów prawa Unii powinny obejmować:

- a) przyznanie ESMA uprawnień do przygotowania i uaktualniania listy aktywów, które są z natury mniej płynne, na podstawie analiz własnych ESMA, z uwzględnieniem opinii ERRS dotyczących kwestii makroostrożnościowych, a także opinii Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego i Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych w odniesieniu do kwestii spójności międzysektorowej. Przygotowując powyższą listę ESMA bierze pod uwagę co najmniej nieruchomości, nienotowane papiery wartościowe, pożyczki i inne alternatywne aktywa, które są z natury mniej płynne. W analizie takiej należy uwzględnić m.in. czas potrzebny na upłynnienie tych aktywów podczas napięć na rynku;
- b) zobowiązanie zarządzających otwartymi AFI, których celem jest znaczne inwestowanie w aktywa znajdujące się na sporządzonej zgodnie z pkt B(a) liście aktywów, które są z natury mniej płynne, do wykazania właściwym organom krajowym zdolności do utrzymania swojej strategii inwestycyjnej w przewidywalnych warunkach rynkowych. Ocena taka powinna obejmować m.in. zindywidualizowane polityki w zakresie umarzania oraz implementację dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością lub wewnętrznych limitów aktywów znajdujących się na sporządzonej zgodnie z pkt B(a) liście aktywów, które są z natury mniej płynne. O takich limitach wewnętrznych, jeżeli są one stosowane, powinny być następnie informowane właściwe organy krajowe w momencie tworzenia funduszu oraz każdorazowo w przypadku zmiany ich wysokości. Należy także wprowadzić zasady ujawniania informacji inwestorom na podstawie wytycznych opracowanych przez ESMA;
- c) uprawnienie do przyjmowania przepisów przejściowych dotyczących zarządzających otwartymi AFI, określających termin na dostosowanie się do przepisów od momentu dodania aktywów do sporządzonej zgodnie z pkt B(a) listy aktywów, które są z natury mniej płynne, oraz od momentu złamania limitów wewnętrznych, tak aby uniknąć wszelkich niezamierzonych szkodliwych konsekwencji.

### **Zalecenie C**

W odniesieniu do **zalecenia C** określono poniższe kryteria zgodności.

Wydane przez ESMA wytyczne dotyczące testów warunków skrajnych ryzyka płynności powinny obejmować w szczególności:

- a) konstrukcję scenariuszy testów warunków skrajnych ryzyka płynności;
- b) politykę w zakresie testów warunków skrajnych ryzyka płynności, w tym sposób wewnętrznego wykorzystania wyników takich testów;
- c) czynniki wpływające na stronę aktywną i pasywną bilansów funduszy inwestycyjnych; oraz
- d) terminy i częstotliwość prowadzenia przez indywidualne fundusze testów warunków skrajnych ryzyka płynności.

Wytyczne takie powinny być oparte na wymogach w zakresie testów warunków skrajnych określonych w dyrektywie 2011/61/UE oraz na praktyce prowadzenia takich testów przez uczestników rynku.

### **Zalecenie D**

W odniesieniu do **zalecenia D** określono poniższe kryteria zgodności.

D(1) – Obowiązki sprawozdawcze UCITS i spółek zarządzających UCITS

Proponowane przez Komisję zmiany w odpowiednich aktach prawa Unii powinny obejmować obowiązki sprawozdawcze dotyczące danych specyficznych zarówno dla zarządzających, jak i dla funduszy, uwzględniając jednocześnie specyfikę UCITS. Przekazywane dane powinny umożliwiać odpowiednie monitorowanie potencjalnych słabości mogących przyczynić się do powstawania ryzyka systemowego i powinny obejmować co najmniej:

- a) wartość zarządzanych aktywów dla wszystkich UCITS zarządzanych przez daną spółkę zarządzającą;
- b) instrumenty w obrocie i indywidualne ekspozycje;



- c) strategię inwestycyjną;
- d) ekspozycję/dźwignię ogółem;
- e) testy warunków skrajnych;
- f) efektywne techniki zarządzania portfelem;
- g) ryzyko kontrahenta/zabezpieczenie;
- h) ryzyko płynności;
- i) ryzyko kredytowe; oraz
- j) wolumen obrotów.

W odpowiednich przypadkach Komisja powinna zaproponować harmonizację generalnych wymogów sprawozdawczych dotyczących funduszy inwestycyjnych i zarządzających tymi funduszami, w szczególności harmonizację rekomendowanej sprawozdawczości UCITS z środkami już wdrożonymi w odniesieniu do sprawozdawczości na podstawie dyrektywy 2011/61/UE. W tym zakresie Komisja powinna wziąć również pod uwagę wymogi sprawozdawcze wynikające z rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1131<sup>(1)</sup>. Harmonizacja taka powinna umożliwić wykorzystanie istniejących platform sprawozdawczych, osiągnięcie synergii i uniknięcie nakładania na zarządzających funduszami niezasadnionych obciążeń sprawozdawczych.

Proponowane przez Komisję zmiany odpowiednich aktów prawa Unii powinny ponadto obejmować przepis, który – w przypadku gdy właściwy organ krajowy zarządzającego UCITS nie jest tożsamy z właściwym organem krajowym samego UCITS – nakłada na zarządzającego UCITS obowiązek przekazania sprawozdawanych informacji również właściwemu organowi krajowemu samego UCITS.

#### D(2) – Częstotliwość i zakres obowiązków sprawozdawczych UCITS i spółek zarządzających UCITS

Proponowane przez Komisję zmiany odpowiednich aktów prawa Unii powinny obejmować następujące obowiązki:

- a) dane wskazane w zaleceniu D(1) powinny być przekazywane z częstotliwością co najmniej kwartalną, tak aby umożliwić skuteczne monitorowanie ryzyk dla stabilności finansowej, jednocześnie zachowując zasadę proporcjonalności w odniesieniu do podmiotów podlegających obowiązkowi sprawozdawczym;
- b) ustalając zakres sprawozdawczości należy wziąć pod uwagę aktywa ogółem zarządzane przez spółkę zarządzającą oraz aktywa zarządzane przez poszczególne fundusze UCITS, co umożliwi przeciwdziałanie ryzyku dla stabilności finansowej poprzez objęcie obowiązkami sprawozdawczymi wystarczającej części sektora.

#### D(3) – Zharmonizowana sprawozdawczość i wymiana informacji

Proponowane przez Komisję zmiany odpowiednich aktów prawa Unii powinny obejmować obowiązek udostępniania informacji, o których mowa w zaleceniu D(1), właściwym organom krajowym innych odpowiednich państw członkowskich, ESMA i ERRS, tak aby zapewnić harmonizację sprawozdawczości UCITS z praktyką wymiany danych na podstawie dyrektywy 2011/61/UE. W tym kontekście Komisja powinna również uwzględnić obowiązki sprawozdawcze wynikające z rozporządzenia (UE) 2017/1131.

### Zalecenie E

W odniesieniu do **zalecenia E** określono poniższe kryteria zgodności.

#### E(1) – Ocena ryzyka systemowego związanego z dźwignią

Wytyczne wydane przez ESMA powinny obejmować:

- a) minimalny wspólny zbiór wskaźników branych pod uwagę przez właściwe organy krajowe podczas dokonywania oceny;
- b) instrukcje dotyczące wyliczenia wskaźników, o których mowa w pkt E(1)(a), w oparciu o dane przekazywane na podstawie art. 24 dyrektywy 2011/61/UE;
- c) jakościowe oraz, jeżeli to możliwe, ilościowe opisy interpretacji wskaźników w kontekście zasad oceny.

<sup>(1)</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1131 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie funduszy rynku pieniężnego (Dz.U. L 169 z 30.6.2017, s. 8).

Wspólny zbiór wskaźników, o których mowa w pkt E(1)(a), powinien:

- 1) ułatwiać ocenę stopnia, źródła i różnych celów dźwigni;
- 2) ułatwiać ocenę głównych kanałów, poprzez które może zmaterializować się ryzyko systemowe, np. gwałtownej wyprzedazy aktywów, bezpośredniego rozprzestrzeniania się problemów na instytucje finansowe oraz zaburzeń w procesie pośrednictwa finansowego; oraz
- 3) być możliwy do zastosowania w praktyce oraz wystarczający dla właściwych organów krajowych na potrzeby informowania ESMA – w związku z wykonywaniem funkcji doradczej na podstawie art. 25 ust. 6 dyrektywy 2011/61/UE i zasadami określonymi w art. 112 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) nr 231/2013<sup>(1)</sup> – o spełnieniu przesłanek nałożenia pułapów dźwigni finansowej oraz innych ograniczeń dotyczących zarządzania alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi.

E(2) – Makroostrożnościowe pułapy dźwigni

Wytyczne wydane przez ESMA powinny obejmować:

- a) opis różnych typów pułapów dźwigni, w tym ocenę ich efektywności i skuteczności w zapobieganiu nadmiernemu korzystaniu z dźwigni;
- b) zestaw zasad stosowanych przez właściwe organy krajowe przy kalibrowaniu pułapów dźwigni. Zasady takie powinny obejmować co najmniej: (i) postanowienie, zgodnie z którym pułapy dźwigni powinny być oparte na środkach dotyczących dźwigni określonych w dyrektywie 2011/61/UE, (ii) kryteria stosowania pułapów dźwigni, oraz (iii) zasady okresowego przeglądu pułapów dźwigni;
- c) zestaw wskaźników branych pod uwagę przez właściwe organy krajowe przy podejmowaniu decyzji w przedmiocie nałożenia pułapów dźwigni obejmujący co najmniej: (i) zasady zapewnienia kompromisu pomiędzy ustalaniem pułapów w oparciu o obiektywne kryteria a ich ustalaniem na zasadzie uznaniowości; (ii) zasady dotyczące interakcji z innymi środkami polityki; (iii) zasady koordynacji działań pomiędzy organami Unii.

E(3) – Procedura powiadamiania

Wytyczne wydane przez ESMA powinny umożliwiać właściwym organom krajowym zawiadamianie ESMA, ERRS i innych odpowiednich właściwych organów krajowych. Wytyczne te powinny obejmować w szczególności efektywną procedurę roboczą oraz wzory zawiadomień i wymogi sprawozdawcze właściwych organów krajowych w zakresie oceny konieczności implementacji środków makroostrożnościowych zgodnie z art. 25 ust. 3 dyrektywy 2011/61/UE.

E(4) – Zestawienia porównawcze

ESMA powinna corocznie przekazywać krajowym organom makroostrożnościowym i ERRS:

- a) ewentualne wyniki zestawienia porównawczego;
- b) informacje co do praktyki stosowania pułapów dźwigni oraz nakładania innych ograniczeń zarządzania alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi w oparciu o informacje otrzymywane od właściwych organów krajowych na podstawie art. 25 ust. 3 dyrektywy 2011/61/UE.

---

<sup>(1)</sup> Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 231/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do zwolnień, ogólnych warunków dotyczących prowadzenia działalności, depozytariuszy, dźwigni finansowej, przejrzystości i nadzoru (Dz.U. L 83 z 22.3.2013, s. 1).

## ZAŁĄCZNIK II

## UZASADNIENIE EKONOMICZNE I OCENA

## SPIS TREŚCI

	<i>Strona</i>
<b>Wykaz skrótów</b> .....	12
<b>I. Wstęp</b> .....	13
<b>II. Zalecenie ERRS w sprawie ryzyka płynności i dźwigni w funduszach inwestycyjnych</b> .....	17
<b>II.1. Zalecenie A – Narzędzia zarządzania płynnością na potrzeby umarzania tytułów uczestnictwa</b> ...	17
II.1.1. Uzasadnienie ekonomiczne i zamierzone skutki .....	17
Zalecenie A(1) – Dostępność dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością .....	17
Zalecenia A(2) i A(3) – Dalsze przepisy dotyczące właściwych organów krajowych i roli 1. ESMA w odniesieniu do zawieszenia przez te organy umorzeń mających transgraniczne skutki dla stabilności finansowej .....	21
II.1.2. Niezamierzone skutki .....	22
<b>II.2. Zalecenie B – Dodatkowe przepisy mające zmniejszyć prawdopodobieństwo nadmiernego niedopasowania płynności</b> .....	22
II.2.1. Uzasadnienie ekonomiczne i zamierzone skutki .....	22
II.2.2. Niezamierzone skutki .....	30
<b>II.3. Zalecenie C – Testy warunków skrajnych</b> .....	31
II.3.1. Uzasadnienie ekonomiczne i zamierzone skutki .....	31
II.3.2. Niezamierzone skutki .....	34
<b>II.4. Zalecenie D – Sprawozdawczość UCITS</b> .....	35
II.4.1. Uzasadnienie ekonomiczne i zamierzone skutki .....	35
Zalecenie D(1) – Obowiązki sprawozdawcze UCITS i spółek zarządzających UCITS .....	35
Zalecenie D(2) – Częstotliwość i zakres obowiązków sprawozdawczych UCITS i spółek 1. zarządzających UCITS .....	38
Zalecenie D(3) – Zharmonizowana sprawozdawczość i wymiana informacji .....	39
II.4.2. Niezamierzone skutki .....	39
<b>II.5. Zalecenie E – Wytyczne dotyczące art. 25 dyrektywy 2011/61/UE</b> .....	40
II.5.1. Uzasadnienie ekonomiczne i zamierzone skutki .....	40
Zalecenie E(1) – Ocena ryzyka systemowego związanego z dźwignią finansową .....	40
Zalecenie E(2) – Makroostrożnościowe limity dźwigni .....	45
Zalecenie E(3) – Procedura powiadamiania .....	48
Zalecenie E(4) – Zestawienie porównawcze .....	48
II.5.2. Niezamierzone skutki .....	48
<b>Bibliografia</b> .....	49
<b>Dodatek</b> .....	52

**Wykaz skrótów**

<b>AFI</b>	alternatywny fundusz inwestycyjny
<b>CDPW</b>	centralny depozyt papierów wartościowych
<b>CESR</b>	Komitet Europejskich Organów Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych
<b>ERRS</b>	Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego
<b>ESBC</b>	Europejski System Banków Centralnych
<b>ESMA</b>	Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych
<b>EUNB</b>	Europejski Urząd Nadzoru Bankowego
<b>EBC</b>	Europejski Bank Centralny
<b>EOG</b>	Europejski Obszar Gospodarczy
<b>EUR</b>	euro
<b>FSB</b>	Rada Stabilności Finansowej
<b>IOSCO</b>	Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych
<b>NAV</b>	wartość aktywów netto
<b>OTC</b>	poza rynkiem regulowanym
<b>SEC</b>	Komisja Papierów Wartościowych i Giełd
<b>UCITS</b>	przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe
<b>UE</b>	Unia Europejska
<b>VaR</b>	wartość zagrożona
<b>ZAFI</b>	zarządzający alternatywnym funduszem inwestycyjnym

Niniejszy aneks stanowi materiał uzupełniający do zaleceń ERRS, którego celem jest wsparcie ich wdrożenia w Unii Europejskiej. Dalej przedstawiono szczegółowe omówienie wszystkich zaleceń wraz z uzasadnieniem ekonomicznym i oceną każdego z nich, w tym możliwymi zamierzonymi i niezamierzonymi skutkami oraz potencjalnym wpływem na rynek. Na potrzeby analizy wykorzystano opracowania naukowe i dokumenty programowe, regulacje krajowe oraz wyniki badań ankietowych przeprowadzonych przez ESMA, ERRS i IOSCO (np. dotyczących dostępności i stosowania narzędzi zarządzania płynnością, korzystania z dźwigni finansowej przez fundusze zgodnie z dyrektywami Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE<sup>(1)</sup> i 2011/61/UE<sup>(2)</sup> oraz praktyk stosowanych przez zarządzających funduszami w testach warunków skrajnych).

## I. Wstęp

### Uwarunkowania strukturalne

**W ostatnich latach unijny sektor funduszy inwestycyjnych znacznie się powiększył.** Od 2008 roku łączna wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych wzrosła ponaddwukrotnie: z 6,2 bln EUR do 15,3 bln EUR w trzecim kwartale 2017 roku<sup>(3)</sup>. Należy także zauważyć, że w tym samym okresie nastąpił ponadtrzykrotny wzrost europejskich AFI: z 1,6 bln EUR do 5,8 bln EUR<sup>(4)</sup>. W miarę zwiększania się udziału sektora funduszy inwestycyjnych w całym rynku finansowym coraz istotniejsze staje się zarządzanie ryzykiem systemowym w tym sektorze.

**Fundusze inwestycyjne cechuje szczególnie złożony zakres potencjalnych reakcji na napięcia rynkowe.** Fundusze takie stanowią tylko jeden z wielu rodzajów podmiotów inwestujących na rynkach finansowych – należą do nich także banki, firmy ubezpieczeniowe, fundusze emerytalno-rentowe, inwestorzy detaliczni, podmioty typu „family office”, państwowe fundusze majątkowe i różnego rodzaju pośrednicy. Każda kategoria podmiotów ma własne, swoiste cechy zachowania. Jedną z typowych cech funduszy inwestycyjnych jest to, że zbierają one środki od bardzo zróżnicowanej grupy inwestorów końcowych i wprowadzają te środki na rynek przez podmiot wspólnego inwestowania. Cecha ta w powiązaniu z przeważnie otwartym charakterem tych funduszy (polegającym na tym, że inwestorzy końcowi mogą wycofywać z nich środki przed upływem terminu zapadalności aktywów bazowych) oznacza, że w razie wystąpienia napięć na rynku zakres potencjalnych reakcji funduszy inwestycyjnych może być szczególnie złożony. W szczególności fundusz taki – lub jego wydzielona część – może w reakcji na napięcia rynkowe i wynikające z nich umarżanie tytułów uczestnictwa przez inwestorów dokonać na dużą skalę sprzedaży aktywów na spadającym rynku, co prowadziłoby do wzmocnienia szoku rynkowego i przyczyniało się do zakłócenia stabilności finansowej.

**W obliczu szoków na rynku fundusze inwestycyjne zwykle utrzymują swoją strategię inwestycyjną.** Typowe dla tych funduszy – z wyjątkiem niektórych AFI – jest stosowanie niskiej dźwigni finansowej<sup>(5)</sup>. W razie szoku fundusze, które nie doświadczają presji umorzeniowej, zwykle utrzymują swoje aktywa, a nawet korzystają z okazji, by kupić nowe w miarę spadku ich cen, co w rezultacie oddziałuje antycyklicznie.

### Źródła ryzyka

**Głównym powodem potencjalnej odmiennej reakcji funduszy podczas szoku i sprzedawania aktywów na spadającym rynku może być nadspodziewanie wysoki poziom zleceń umorzenia tytułów uczestnictwa.** Choć nie jest to prawidłowością historyczną, w przeszłości podczas napięć na rynku odnotowano kilka przypadków nasilenia się zleceń. Ponadto przeszły trend postępowania funduszu inwestycyjnego nie musi wskazywać na jego przyszłą postawę. Dlatego nie ma pewności, czy przypadki dużej liczby zleceń umorzenia nadal będą rzadkie lub odosobnione. Jednym z powodów potencjalnego nasilenia się zleceń w okresach napięć na rynku jest to, że fundusze inwestycyjne nie działają jedynie jako nośniki niezabezpieczonych długoterminowych inwestycji kapitałowych. Czasem korzystają z nich inwestorzy o krótszym horyzoncie czasowym; odsetek takich inwestorów bywa bardzo różny, zależnie od innych czynników wpływających na rynek. Sytuacja ta powoduje, że ryzyko systemowe w tym sektorze jest znacznie wyższe, niż miałyby to miejsce, gdyby przypadki dużej liczby umorzeń były rzadkie lub odosobnione. W miarę wzrostu sektora funduszy inwestycyjnych ta zależność staje się coraz ważniejszym elementem ogólnego ryzyka systemowego.

<sup>(1)</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.U. L 302 z 17.11.2009, s. 32).

<sup>(2)</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz.U. L 174 z 1.7.2011, s. 1).

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

<sup>(4)</sup> Należy pamiętać, że od 2014 roku klasyfikacja AFI odbywa się zgodnie z definicją prawną zawartą w dyrektywie 2011/61/UE. Od tego czasu aktywa netto wzrosły o ponad 25 %.

<sup>(5)</sup> Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego, *EU Shadow Banking Monitor*, nr 2, maj 2017.

**Drugim ważnym źródłem ryzyka systemowego jest istnienie bodźców zachęcających do inwestowania w aktywa mniej płynne dla osiągnięcia większej rentowności bądź do zwiększania dźwigni w celu uzyskania takiej rentowności, która przyciągnęłaby inwestorów.** Im większą dźwignię stosuje fundusz, tym mniej prawdopodobne jest, że wykaże się odpornością w okresach napięć na rynku. Co więcej, im bardziej fundusz poświęca płynność na rzecz rentowności, tym trudniej będzie mu radzić sobie w sposób konsekwentny ze skokowym nasileniem się zleceń umorzenia. Takie zachowanie może się spotęgować, gdy potencjalni inwestorzy nie są świadomi tej zależności – albo dlatego, że zainwestowane aktywa wydają się płynne (choć płynność ta nie jest odporna), albo dlatego, że dźwignia została wbudowana w instrumenty pochodne i jej skala nie jest wyraźnie widoczna.

**Trzecim źródłem ryzyka systemowego jest sposób działania mechanizmu umarzania.** W otwartych funduszach inwestycyjnych może wystąpić zjawisko „przewagi pierwszego gracza”, polegające na tym, że inwestorzy dokonujący wcześniejszego umorzenia nie ponoszą jego pełnych kosztów – koszty te przenoszą się na posiadaczy pozostałych tytułów. Dla zarządzających funduszami oznacza to, że nie tylko muszą dostarczać płynnych środków inwestorom zleającym umorzenie, dopóki fundusz dysponuje płynnością, a jednocześnie umieć rozpoznać, kiedy okoliczności stały się na tyle nadzwyczajne, że trzeba zawiesić umorzenia, lecz także muszą dbać o reputację funduszu, przez co mogą nie być skłonni do zawieszenia umorzeń, nawet gdyby leżało to w interesie inwestorów.

**Czwartym źródłem ryzyka systemowego jest to, że funkcjonowanie mechanizmu umarzania zależy od sytuacji płynnościowej rynku.** W przeszłości płynność wielu instrumentów, w które inwestują fundusze inwestycyjne, zależała od animatorów rynku i kształtowała się różnie w zależności od okresu i od rodzaju instrumentu. Rozwój sytuacji w ostatnim czasie – w tym ograniczenie zmienności, rozwój handlu elektronicznego, fragmentacja źródeł płynności i zmniejszenie się zasobów aktywów w posiadaniu tradycyjnych animatorów rynku, takich jak banki i firmy brokersko-maklerskie, oraz czynniki związane z cyklem finansowym, do których należy polityka pieniężna – wskazuje, że struktura dostarczania płynności może się z czasem zmieniać (choć dotychczasowe badania naukowe nie dostarczyły jeszcze jednoznacznych dowodów, by była obecnie mniejsza). Opisane zmiany mogą wpłynąć na niezawodność zasilania w płynność w momencie napięć na rynkach. Znaczenie zmian struktury płynności jest trudne do przewidzenia, w związku z czym może się okazać, że fundusze dysponują płynnością, której odporność jest niższa od oczekiwanej.

**W funduszach inwestycyjnych występują istotne współzależności między dźwignią, płynnością i umorzeniami.** Fundusze stosujące dźwignię szybciej poradzą sobie z nasileniem się wezwań do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego, wypłat środków lub redukcji wartości, jeśli mają aktywa, które można szybko upłynnić. Natomiast jeśli fundusz z wysoką dźwignią i mający mniej płynnych aktywów doświadczy w krótkim okresie potencjalnych umorzeń lub zmian warunków kredytowych, może być zmuszony do szybkiej sprzedaży aktywów na rynku o niższej płynności (z dyskontem), aby móc sprostać swoim zobowiązaniom. Choć w wypadku wezwań do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego fundusze inwestycyjne mogą zdołać zawiesić umorzenia w celu ochrony interesów inwestorów, to aby uniknąć likwidacji, fundusz taki będzie musiał szybko pozyskać gotówkę w formie finansowania awaryjnego lub przez sprzedaż aktywów, co może potencjalnie zrodzić znaczne ryzyko kontrahenta i wywrzeć duży wpływ na ceny aktywów.

**Banki centralne, rynki i organy regulacyjne zajmujące się papierami wartościowymi zgłaszały obawy, że fundusze inwestycyjne mogą spowodować nasilenie się ryzyk systemowych<sup>(1)</sup>.** Na poziomie globalnym Rada Stabilności Finansowej (FSB) stwierdziła, że niedopasowanie płynności w funduszach inwestycyjnych i stosowanie przez nie dźwigni może doprowadzić do znacznej strukturalnej podatności na szoki w sektorze podmiotów zarządzających funduszami. Następnie podkreśliła znaczenie zbadania i rozwiązania potencjalnej strukturalnej podatności na szoki związanej z niedopasowaniem płynności i stosowaniem dźwigni w funduszach inwestycyjnych – podatność ta może rodzić ryzyko dla stabilności finansowej. FSB zaleca na przykład, by właściwe organy monitorowały stosowanie dźwigni przez fundusze i w razie potrzeby odpowiednio reagowały<sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> Zob. „Financial Stability Report – December 2015”, Bank of England; „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities” nr 2, ESMA, 2015; „Financial Stability Review”, EBC, maj 2016; „Update on Review of Asset Management Products and Activities”, Financial Stability Oversight Council, kwiecień 2016; przemówienie Vítora Constâncio „Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union”, kwiecień 2016; przemówienie Stevena Majjoora „Measuring and assessing stability risks in financial markets”, maj 2015; przemówienie Mary Jo White „Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry”, grudzień 2014.

<sup>(2)</sup> „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities”, FSB, styczeń 2017.

## Obecne ramy regulacyjne w zakresie płynności i stosowania dźwigni w funduszach inwestycyjnych

W Europie na ramy regulacyjne zarządzania płynnością i dźwignią finansową w funduszach inwestycyjnych składają się dyrektywy 2009/65/WE i 2011/61/UE. Określają one, w jaki sposób europejskie fundusze inwestycyjne powinny zarządzać swoją pozycją w zakresie płynności i dźwigni, i stanowią punkt wyjścia do oceny ryzyk systemowych wynikających z niedopasowania płynności i stosowania dźwigni w tych funduszach.

**Przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) to fundusze inwestycyjne, których działalność jest ściśle uregulowana.** Inwestują one w aktywa kwalifikowane, takie jak gotówka i depozyty zbliżone do gotówki, obligacje, akcje, instrumenty rynku pieniężnego i inne fundusze inwestycyjne (zob. ramka 1a). Teoretycznie UCITS są mniej podatne na niedopasowanie płynności, gdyż zarówno w przypadku ich aktywów, jak i pasywów obrót ma z definicji charakter krótkoterminowy. Mogą inwestować jedynie w zbywalne papiery wartościowe lub inne płynne aktywa finansowe, dla których zasady kwalifikacji podaje dyrektywa <sup>(1)</sup>. UCITS mają obowiązek (o ile fundusz nie zostanie zawieszony) umorzyć tytuł uczestnictwa inwestora w momencie otrzymania zlecenia od jego posiadacza: oznacza to, że muszą zezwalać na umorzenia co najmniej dwa razy w miesiącu, choć wiele takich funduszy dopuszcza umarżanie codziennie lub co tydzień. Jeśli chodzi o dźwignię, UCITS działają w ramach odnośnych limitów regulacyjnych. Mogą stosować dźwignię finansową jedynie z wykorzystaniem niezabezpieczonych pożyczek gotówkowych pod zastaw maksymalnie 10 % swoich aktywów i pod warunkiem że pożyczki te mają charakter ściśle tymczasowy (zob. ramka 1b). W rezultacie dla UCITS korzystających zarówno z pożyczek gotówkowych, jak i transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych lub instrumentów pochodnych dźwignia nie może przekroczyć 2,1-krotności NAV.

**AFI to fundusze inwestycyjne, którym wolno inwestować w aktywa podobne do tych, w jakie inwestują UCITS, ale niepodlegające tak szczegółowym ograniczeniom w zakresie zróżnicowania portfela oraz płynności i dźwigni.** AFI mogą także inwestować w instrumenty finansowe niedopuszczalne dla UCITS, takie jak *private equity*, *venture capital*, nieruchomości, towary fizyczne i inne alternatywne aktywa. Zarządzający otwartymi lub zamkniętymi AFI z dźwignią finansową muszą wprowadzić jednak procedury zarządzania płynnością, co obejmuje dopasowanie strategii inwestycyjnej funduszu, jego profilu płynnościowego i polityki w zakresie umorzeń, a także wyznaczenie odpowiednich limitów na potrzeby zarządzania płynnością oraz testów warunków skrajnych (zob. ramka 1a). Należy zauważyć, że ZAFI, których działalność nie przekracza określonych progów <sup>(2)</sup>, niekiedy nie podlegają tym samym wymogom – wtedy jednak nie mogą korzystać z paszportów dostępnych na mocy dyrektywy 2011/61/UE do działań marketingowych w innych jurysdykcjach unijnych. Jeśli chodzi o dźwignię, działalność AFI nie podlega żadnym limitom regulacyjnym. Wymaga się od nich jedynie zgłaszania stosowania dźwigni (zob. ramka 1b).

### Ramka 1a: Obecne ramy regulacyjne w zakresie płynności funduszy inwestycyjnych

#### Dyrektywa 2009/65/WE (dyrektywa UCITS)

Częstotliwość obrotu. UCITS mają obowiązek zapewnienia możliwości odkupu lub umorzenia tytułów uczestnictwa na żądanie inwestorów. Oznacza to, że muszą przyjmować zlecenia umorzenia co najmniej dwa razy w miesiącu <sup>(3)</sup>, choć wiele UCITS pozwala na dokonywanie umorzeń codziennie lub raz w tygodniu <sup>(4)</sup>.

Procedury obrotu. Dyrektywa 2009/65/WE nie określa konkretnych procedur obrotu dla UCITS. W praktyce termin zakończenia przyjmowania zleceń jest wyznaczany na porę poprzedzającą – o kilka godzin lub dni – moment wyceny. Ponadto UCITS wypłacają zwykle pieniądze za umorzone tytuły zgodnie z procedurami rozliczeniowymi opisanymi w dokumentacji funduszu; wskazany w niej termin może wynosić 3–5 dni od momentu wyceny <sup>(5)</sup>. Zgodnie z procedurami obrotu termin wypłaty pieniędzy za umorzone tytuły przypada jakiś czas po zakończeniu przyjmowania zleceń. W tym czasie kierownictwo UCITS może w razie potrzeby sprzedać inwestycje i pozyskać gotówkę na wypłatę.

<sup>(1)</sup> Dyrektywa Komisji 2007/16/WE z dnia 19 marca 2007 r. dotycząca wykonania dyrektywy Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie wyjaśnienia niektórych definicji (Dz.U. L 79 z 20.3.2007, s. 11).

<sup>(2)</sup> ZAFI zarządzający AFI o sumie aktywów poniżej 100 mln euro lub zarządzający AFI o sumie aktywów poniżej 500 mln euro, jeśli nie są one oparte na dźwigni i nie oferują prawa umorzenia w ciągu pięciu lat od daty pierwszej inwestycji w dany fundusz.

<sup>(3)</sup> Właściwe organy mogą wyrazić zgodę na zmniejszenie częstotliwości umarżania do jednego razu w miesiącu, „pod warunkiem że takie odstępstwo pozostaje bez uszczerbku dla interesów posiadaczy jednostek”. Jednak nie wszystkie państwa członkowskie dokonały transpozycji tej możliwości do prawa krajowego.

<sup>(4)</sup> Zob. przykładowo art. 76 dyrektywy 2009/65/WE.

<sup>(5)</sup> Fundusze rynku pieniężnego o stałej NAV mogą oferować rozliczanie tego samego dnia.

Kwalifikowane aktywa. UCITS podlegają szczegółowym regułom co do kwalifikacji aktywów, w związku z czym są zmuszone inwestować przede wszystkim w aktywa płynne. Należą do nich: notowane płynne zbywalne papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego, instrumenty pochodne będące w obrocie giełdowym oraz depozyty bankowe wypłacalne na żądanie lub z prawem wycofania i z terminem zapadalności nie dłuższym niż 12 miesięcy<sup>(1)</sup>. Aby dodatkowo chronić płynność, określono kryteria co do rynków, na których prowadzi się notowania aktywów kwalifikowanych lub obrót nimi<sup>(2)</sup>.

Analiza due diligence przed dokonaniem inwestycji. Przed dokonaniem inwestycji zarządzający UCITS winien przeanalizować m.in. jej wpływ na strukturę i płynność portfela oraz jego profil ryzyka i zysku<sup>(3)</sup>.

Zarządzanie ryzykiem. Spółka zarządzająca UCITS powinna w ramach procesów zarządzania ryzykiem stosować odpowiednią procedurę zarządzania ryzykiem płynnościowym, tak aby wszystkie UCITS, którymi zarządza, były w stanie we wszystkich możliwych do przewidzenia sytuacjach, w tym w warunkach napięć, wywiązywać się z obowiązku umorzenia tytułów uczestnictwa, gdy wystąpi o to ich posiadacz. W razie potrzeby spółka taka powinna przeprowadzić testy warunków skrajnych, aby ocenić ryzyko płynnościowe UCITS w sytuacji nadzwyczajnej<sup>(4)</sup>.

Saldowanie zapisów i umorzeń. Gdy fundusz UCITS otrzymuje zlecenia zapisu i umorzenia tytułów na ten sam dzień obrotu, dopasowuje te transakcje i wykorzystuje pieniądze z zapisów do opłacenia wszystkich lub części zleceń umorzenia. W ten sposób można zmniejszyć skalę lub całkowicie uniknąć potrzeby sprzedaży bazowych aktywów inwestycyjnych w celu pozyskania środków na opłacenie umorzeń.

#### **Dyrektywa 2011/61/UE (dyrektywa ZAFI)**

Procedury obrotu. Podobnie jak w wypadku UCITS, dyrektywa 2011/61/UE nie określa procedur obrotu dla alternatywnych funduszy inwestycyjnych. ZAFI opracowują odpowiednie procedury obrotu dla zarządzanych przez siebie funduszy, pozostawiając wystarczająco dużo czasu na sprzedaż inwestycji w celu pozyskania gotówki na realizację wypłat z tytułu umorzeń.

Zarządzanie ryzykiem. Przepisy art. 15 dyrektywy 2011/61/UE są podobne do przepisów dyrektywy 2009/65/WE dotyczących przedinwestycyjnej analizy *due diligence* (zob. wyżej). Artykuł ten wymaga, aby w ramach zarządzania ryzykiem przez ZAFI ryzyka związane z każdą pozycją inwestycyjną AFI oraz ich wpływ na cały portfel AFI były prawidłowo i stale identyfikowane, mierzone, zarządzane i monitorowane, w tym również przy wykorzystaniu odpowiednich testów warunków skrajnych. Dyrektywa 2011/61/UE zobowiązuje także ZAFI do zapewnienia spójności strategii inwestycyjnej, profilu płynności i polityki umarzania tytułów uczestnictwa dla każdego AFI, którym zarządzają<sup>(5)</sup>. ZAFI muszą wprowadzić odpowiednie systemy zarządzania płynnością, aby monitorować ryzyko płynnościowe AFI i zapewnić zgodność profilu płynności inwestycji AFI z obowiązującymi go wymogami. Ponadto ZAFI muszą regularnie przeprowadzać testy warunków skrajnych, w normalnych i nadzwyczajnych warunkach płynnościowych, aby oceniać i monitorować ryzyko płynnościowe AFI<sup>(6)</sup>. Uzupełnieniem tych obowiązków są szczegółowe zasady poziomu 2 dotyczące zarządzania płynnością<sup>(7)</sup>.

Saldowanie zapisów i umorzeń. Podobnie jak w wypadku UCITS, ZAFI może dokonywać saldowania zleceń zapisu i umorzenia w otwartym AFI.

<sup>(1)</sup> Dalsze szczegółowe zasady dotyczące kwalifikowanych aktywów (np. zasady w sprawie portfeli odnoszące się do aktywów z jednodniowym i tygodniowym terminem zapadalności) mają zastosowanie do funduszy rynku pieniężnego, bez względu na to, czy mają one formę UCITS czy AFI. Zob. rozporządzenie (UE) 2017/1131.

<sup>(2)</sup> Dopuszczenie do obrotu nie jest jednak gwarancją płynności. Niemniej UCITS mogą uznać dopuszczenie za wystarczające, chyba że wiedzą lub powinny wiedzieć o okolicznościach wskazujących, że dane aktywa nie są płynne. W takim wypadku UCITS musi ocenić płynność papieru wartościowego, aby ustalić, czy dodanie tego papieru do portfela nie zagrazi jego płynności.

<sup>(3)</sup> Zob. przykładowo art. 23 ust. 4 dyrektywy Komisji 2010/43/UE z dnia 1 lipca 2010 r. w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie wymogów organizacyjnych, konfliktów interesów, prowadzenia działalności, zarządzania ryzykiem i treści umowy pomiędzy depozytariuszem a spółką zarządzającą (Dz.U. L 176 z 10.7.2010, s. 42).

<sup>(4)</sup> Zob. przykładowo art. 40 ust. 3 dyrektywy 2010/43/UE.

<sup>(5)</sup> Zob. przykładowo art. 16 ust. 2 dyrektywy 2011/61/UE.

<sup>(6)</sup> Zob. przykładowo art. 16 ust. 1 dyrektywy 2011/61/UE.

<sup>(7)</sup> Zob. przykładowo art. 46–49 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) nr 231/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do zwolnień, ogólnych warunków dotyczących prowadzenia działalności, depozytariuszy, dźwigni finansowej, przejrzystości i nadzoru (Dz.U. L 83 z 22.3.2013, s. 1).



**Ramka 1b: Obecne ramy regulacyjne w zakresie dźwigni funduszy inwestycyjnych****Dyrektywa 2009/65/WE (dyrektywa UCITS)**

Pożyczki. UCITS mogą korzystać z dźwigni finansowej przez zaciąganie pożyczek do maksymalnej wysokości 10 % swoich aktywów, pod warunkiem że pożyczki takie mają charakter wyłącznie tymczasowy. Z tej formy finansowania można korzystać w razie przejściowego niedopasowania przepływów pieniężnych, np. gdy konieczna jest wypłata środków za umorzenie tytułów uczestnictwa przed otrzymaniem środków ze sprzedaży inwestycji.

Korzystanie z dźwigni syntetycznej. Jeśli chodzi o korzystanie z dźwigni syntetycznej poprzez ekspozycje na instrumenty pochodne, UCITS mogą tworzyć ekspozycje syntetyczne do wysokości – obliczanej wg metody zaangażowania – łącznej NAV. W rezultacie UCITS mogą za pomocą pożyczek i instrumentów pochodnych uzyskać dźwignię finansową do wysokości 2,1-krotności NAV. Zgodnie z dyrektywą 2009/65/WE właściwe organy krajowe mogą zezwolić UCITS, by zamiast metody zaangażowania wykorzystywać do obliczania całkowitej ekspozycji metodę wartości zagrożonej (VaR) lub inną metodę zaawansowanego pomiaru. W odniesieniu do tych funduszy możliwość stosowania dźwigni jest ograniczona jedynie pośrednio, przez ograniczenia dotyczące ryzyka rynkowego ponoszonego przez fundusz, jak wyjaśniono w wytycznych poziomu 3 CESR<sup>(1)</sup>. Zatem dla funduszy, które stosują metodę *bezwzględnej* wartości zagrożonej, VaR w ujęciu bezwzględnym nie może przekroczyć 20 % NAV (w okresie 20 dni). Z kolei dla funduszy stosujących metodę *względnej* wartości zagrożonej limit wynosi dwukrotność ryzyka straty – według danego modelu VaR – podobnego portfela bez dźwigni. Co ważne, metody oparte na VaR pozwalają na stosowanie znacznie wyższej dźwigni niż przy metodzie zaangażowania, zależnie od zmienności aktywów bazowych. Odpowiedzi otrzymane w ankiecie przeprowadzonej w 11 jurysdykcjach unijnych wskazują, że na grupę UCITS stosujących do obliczania całkowitej ekspozycji metody oparte na VaR przypada między 27 % a 50 % NAV całego unijnego sektora UCITS.

**Dyrektywa 2011/61/UE (dyrektywa ZAFI)**

Pożyczki i stosowanie dźwigni syntetycznej. Jeśli chodzi o dźwignię, działalność AFI nie podlega żadnym limitom regulacyjnym. Zgodnie z dyrektywą 2011/61/UE wymaga się od nich jedynie zgłaszania stosowania dźwigni. Niemniej jednak dyrektywa ta zezwala właściwym organom na nakładanie limitów dotyczących wielkości dźwigni, jaką zarządzający funduszami mogą stosować w swoich AFI, a także innych ograniczeń w zakresie zarządzania ryzykiem „w celu ograniczenia stopnia, w którym stosowanie dźwigni finansowej przyczynia się do narastania ryzyka systemowego w systemie finansowym lub zakłóceń na rynkach”. Dotychczas żaden organ nie zastosował tego narzędzia, a na szczeblu unijnym nie powstały żadne ramy prawne, które wspierałyby jednolite wprowadzenie wymogów makroostrożnościowych w zakresie dźwigni finansowej.

**II. Zalecenie ERRS w sprawie ryzyka płynności i dźwigni w funduszach inwestycyjnych****II.1 Zalecenie A – Narzędzia zarządzania płynnością na potrzeby umarzania tytułów uczestnictwa****II.1.1 Uzasadnienie ekonomiczne i zamierzone skutki****Zalecenie A(1) – Dostępność dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością**

**Należy rozszerzyć ramy regulacyjne zarządzania płynnością funduszy inwestycyjnych w Unii.** Odnośne przepisy dyrektyw 2009/65/WE i 2011/61/UE były dotychczas w większości wystarczające. Ciągły wzrost sektora funduszy inwestycyjnych w połączeniu z nasileniem się jego działań w zakresie transformacji płynności może jednak zrodzić większe ryzyka dla stabilności finansowej, na które należy zwrócić uwagę.

**Odpowiednie narzędzia zarządzania płynnością mogą pomóc w zniwelowaniu niedopasowania płynności występującego w UCITS i otwartych AFI i w ten sposób przyczynić się do zmniejszenia zagrożeń dla stabilności finansowej podczas napięć na rynku.** Niedopasowanie płynności dotyczy zwłaszcza funduszy otwartych, które dają inwestorom możliwość częstego umarzania tytułów uczestnictwa, ale same inwestują w aktywa, których niekiedy nie można szybko zbyć na rynku bez poważnego uszczerbku na cenę. W wielu funduszach otwartych (choć nie we wszystkich) umarzania tytułów można dokonywać codziennie. Zgodnie z przepisami dyrektyw 2009/65/WE i 2011/61/UE za określenie częstotliwości umarzania odpowiadają zarządzający funduszami (zob. ramka 1a). Dostępny jest zestaw dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością pozwalających funduszom otwartym łagodzić ryzyko płynnościowe przez zmniejszenie przewagi pierwszego gracza<sup>(2)</sup> w sytuacji napięć na rynku (*ex ante*) i wystąpienia spirali płynności (*ex post*).

<sup>(1)</sup> Wytyczne CESR w sprawie pomiaru ryzyka i obliczania ogólnego narażenia na ryzyko i ryzyka kontrahenta w odniesieniu do UCITS („Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS”), 28 lipca 2010.

<sup>(2)</sup> Pojęcie to wyjaśniono dokładniej w części II.1 załącznika do zalecenia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego ERRS/2012/1 z dnia 20 grudnia 2012 r. w sprawie funduszy rynku pieniężnego (Dz.U. C 146 z 25.5.2013, s. 1).

**Narzędzia stosowane *ex ante* służą do zmniejszenia przewagi pierwszego gracza i ryzyka systemowego.** Zasadniczo można stosować je zarówno w normalnych warunkach rynkowych, jak i podczas napięć. Celem narzędzi *ex ante*, takich jak ruchoma wycena i opłaty chroniące przed rozwadnianiem, jest równe traktowanie klientów, tak aby działania inwestorów dokonujących umorzenia nie postawiły pozostałych w niekorzystnej sytuacji. Chodzi o usunięcie wszelkich czynników mogących zachęcać inwestorów do dokonania umorzenia, zanim zrobią to inni, dla osiągnięcia korzyści z tytułu niższych kosztów. Niemniej jeśli inwestorzy będą zdeterminowani, by zlikwidować swoje pozycje w funduszu, zrobią to niezależnie od powiązanych kosztów. Narzędzia te pozwalają zatem zniwelować jedynie przewagę pierwszego gracza, ale nie presję sprzedażową na rynku aktywów bazowych.

**Narzędzia stosowane *ex post* pozwalają zarządzającym funduszami kontrolować płynność funduszy przez sterowanie wypływem środków lub jego ograniczanie.** Narzędzia te zwalniają zwykle zarządzających z obowiązku niezwłocznej sprzedaży aktywów (po cenie rynkowej lub niższej) w reakcji na zlecenia umorzenia składane przez inwestorów. Działają zatem w pewnym stopniu jako bezpiecznik i mają działanie łagodzące w razie wystąpienia spirali płynności. Narzędzia takie stosuje się zwykle w razie wystąpienia napięć na rynku.

**Dostępność i stosowanie dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością funduszy inwestycyjnych w różnych jurysdykcjach są bardzo zróżnicowane.** Obie dyrektywy – 2009/65/WE i 2011/61/UE – dopuszczają wprowadzić wyrażnie zawieszenie umorzeń przez zarządzającego funduszem lub właściwy organ krajowy, ale druga z nich nie przewiduje żadnych innych dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością. Zatem zarówno dostępność takich narzędzi w poszczególnych jurysdykcjach, jak i szczegółowe procedury ich stosowania są różne. Badanie przeprowadzone przez IOSCO<sup>(1)</sup> i niedawne badanie przeprowadzone w państwach członkowskich Unii przez ESMA<sup>(2)</sup> wykazały, że w niektórych z tych państw dostępny jest zestaw takich narzędzi, w tym ruchoma wycena i opłata chroniąca przed rozwadnianiem. Jednak w większości państw członkowskich liczba dostępnych narzędzi jest mniejsza.

Najpowszechniejsze z narzędzi dostępnych w państwach członkowskich Unii to:

- opłaty za umorzenie,
- bariery umorzeniowe,
- realizowanie umorzeń w formie niepieniężnej,
- wyodrębnianie aktywów niepieniężnych,
- zawieszenie umarzenia tytułów uczestnictwa.

Jedynym narzędziem przewidzianym we wszystkich uczestniczących jurysdykcjach jest zawieszenie umorzeń. Kolejne pod względem powszechności – dostępne w 17 państwach członkowskich – są umorzenia w formie niepieniężnej.

**W większości państw członkowskich za uruchomienie narzędzi zarządzania płynnością odpowiadają wyłącznie zarządzający funduszami – rola organów regulacyjnych jest niewielka i nie mogą one uruchamiać takich narzędzi.** Do uruchomienia większości dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością nie trzeba zezwolenia organu regulacyjnego. Jedynie w trzech państwach członkowskich Unii uruchomienie niektórych narzędzi wymaga takiego zezwolenia, a tylko w jednym jest ono konieczne, aby skorzystać z prawa do zawieszenia umorzeń. Jednak narzędzia zarządzania płynnością i okoliczności, w jakich można z nich skorzystać, muszą być zwykle wymienione w dokumentach założycielskich funduszu, które w państwach członkowskich UE podlegają obowiązkowemu zatwierdzeniu. Organom regulacyjnym zwykle nie wolno uruchamiać narzędzi. Ogólnym wyjątkiem od tej zasady jest zawieszenie umorzeń, które może zostać narzucone przez organ regulacyjny, jeśli uzna on, że leży to w interesie publicznym, do czego zaliczają się przypuszczalnie także czynniki związane ze stabilnością finansową. W wielu jurysdykcjach właściwe organy krajowe są uprawnione do uruchamiania barier umorzeniowych.

**Dostępność narzędzi jest w niektórych przypadkach ograniczona do pewnych rodzajów funduszy inwestycyjnych lub szczególnych okoliczności.** Możliwość skorzystania z dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością w normalnych warunkach bywają różne. W części państw członkowskich pewne narzędzia można stosować w normalnych okolicznościach, zwykle pod warunkiem że ich użycie zostało przewidziane w dokumentach funduszu. W innych państwach korzystanie z pewnych narzędzi jest dopuszczalne jedynie w wyjątkowych okolicznościach. We wszystkich państwach członkowskich możliwość skorzystania z prawa do zawieszenia umorzeń jest ograniczona do wyjątkowych okoliczności.

<sup>(1)</sup> Badanie IOSCO obejmuje zarówno państwa członkowskie Unii, jak i kraje spoza Unii. Sprawozdanie z badania koncentruje się na odpowiedziach z 11 uczestniczących państw członkowskich. Dostęp: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

<sup>(2)</sup> Więcej informacji przedstawia tabela A1 w dodatku.

**Wytyczne organów regulacyjnych w sprawie korzystania z dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością są różnicowane i inne dla poszczególnych narzędzi.** Nie zawsze jest wyznaczony górny limit czasu, na jaki można zawiesić umorzenia, a w trzech państwach członkowskich nie ma żadnych wytycznych dotyczących tego narzędzia. Jeśli chodzi o inne dodatkowe narzędzia, rzadko są one formalnie zdefiniowane, choć zwykle ich charakter jest ogólnie zrozumiały. W większości wypadków prawodawstwo krajowe i wytyczne właściwego organu krajowego nie zawierają też szczegółowych przepisów co do stosowania tych narzędzi.

**FSB uznała, że potencjalnym słabym punktem otwartych funduszy inwestycyjnych jest niedopasowanie płynności, i opowiedziała się za powszechniejszym udostępnieniem narzędzi do zarządzania ryzykiem płynnościowym.** Wprowadzenie różnicowanej gamy narzędzi zarządzania płynnością *ex ante* i *ex post* we wszystkich państwach członkowskich poprawiłoby zdolność funduszy do reagowania na napięcia płynnościowe, a przez to – zmniejszyłoby zagrożenia dla stabilności finansowej. W odpowiedziach na konsultacje przeprowadzone przez Komisję także właściwe organy krajowe i spółki zarządzające funduszami inwestycyjnymi podały, że chciałyby większej dostępności narzędzi zarządzania płynnością<sup>(1)</sup>.

**Potrzebę bardziej zharmonizowanych ram regulacyjnych podkreślają efekty transgraniczne.** Ponieważ UCITS i AFI często prowadzą działalność transgraniczną, potencjalny wpływ problemów z płynnością nie ogranicza się do jurysdykcji, w której dany fundusz ma siedzibę. Rozprzestrzenianie się tych problemów może zatem przyczynić się do powstania spirali płynnościowej, mającej także skutki transgraniczne. Dlatego też jednorodny zestaw narzędzi zarządzania płynnością powinien być dostępny w całej Unii. Dzięki temu fundusze inwestycyjne uzyskają wspólny zestaw dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością, które zarządzający funduszami powinni ocenić i odpowiednio do sytuacji uwzględnić w dokumentach założycielskich funduszy, tak aby złagodzić transgraniczne ryzyka płynnościowe. Wszystkie AFI i UCITS powinny standardowo ujmować w tych dokumentach prawo do zawieszenia umorzeń w razie wystąpienia napięć na rynku.

**Celem zalecenia jest zwiększenie dostępności narzędzi zarządzania płynnością i ułatwienie ich uruchamiania.** Zarządzający funduszami mogą być niechętni stosowaniu pewnych narzędzi, z różnych powodów, w tym z uwagi na skutki reputacyjne lub obawę przed rozpowszechnieniem się problemów. Uruchomienie narzędzia może wywołać reakcję łańcuchową w innych funduszach zarządzanych przez tego samego zarządzającego. Niekiedy ucierpieć mogą nawet fundusze zarządzane przez innych zarządzających, ale mające podobną strukturę portfeli. Dlatego uwzględnienie dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością w dokumentach założycielskich funduszu inwestycyjnego może nie wystarczyć do skutecznego ograniczenia ryzyka płynnościowego związanego z danym funduszem, jeśli jego zarządzający nie będzie skłonny korzystać z tych narzędzi w praktyce. W związku z tym zarządzający powinni zapewnić niezbędny potencjał operacyjny i plany awaryjne na potrzeby terminowego uruchomienia dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością. Prospekty wszystkich funduszy lub informacje przed zawarciem umowy powinny zatem zawierać opis wszystkich dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością wymienionych w dokumentach założycielskich oraz celu i zasad ich stosowania, co zapewni przejrzystość i pozwoli inwestorom zapoznać się z narzędziami, które nie są powszechnie stosowane.

**Zalecenie ma stanowić zachętę do wypracowania spójnego podejścia do korzystania z narzędzi zarządzania płynnością we wszystkich państwach członkowskich.** Aby dodatkowe narzędzia zarządzania płynnością były stosowane w sposób spójny we wszystkich państwach członkowskich, projektowane akty prawne powinny zobowiązywać ESMA do opracowania ogólnych wskazówek dotyczących sposobu wdrożenia tych narzędzi w procesie zarządzania płynnością w funduszach inwestycyjnych oraz wymogów w zakresie przejrzystości i sprawozdawczości, jakie należy wprowadzić. Aby osiągnąć lepsze zrozumienie wpływu danego narzędzia na stabilność finansową, w aspekcie makroostrożnościowym potrzebna jest współpraca między ESMA a ERRS. O wdrażaniu i stosowaniu takich narzędzi zarządzających funduszami powinni informować właściwy organ krajowy. Aby nie obciążać zarządzających koniecznością zgłaszania dodatkowych narzędzi używanych stale lub regularnie, obowiązek sprawozdawczy powinien dotyczyć jedynie narzędzi stosowanych w razie wystąpienia napięć na rynku.

**Narzędzia zarządzania płynnością *ex ante* mogłyby służyć do przeciwdziałania narastaniu ryzyka systemowego i osłabiania jego wpływu, natomiast narzędzia *ex post* byłyby uruchamiane w razie wystąpienia napięć na rynku, gdy fundusze inwestycyjne muszą radzić sobie z silnym odpływem środków.** Oba rodzaje instrumentów pomagałyby zatem niwelować ryzyka dla stabilności finansowej spowodowane przez niedopasowanie płynności w funduszach inwestycyjnych. Dlatego zaleca się, aby narzędzia obu rodzajów były dostępne na poziomie całej Unii. W ramce 2 wyjaśniono bardziej szczegółowo działanie różnych narzędzi; stwierdzono przy tym, że niektóre z nich nie będą odpowiednie lub potrzebne dla wszystkich rodzajów funduszy otwartych.

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

## Ramka 2: Narzędzia zarządzania płynnością

### Narzędzia zarządzania płynnością<sup>(1)</sup> *ex ante*/hybrydowe<sup>(2)</sup>

**Ruchoma wycena ma chronić ogół posiadaczy tytułów uczestnictwa przed niekorzystnymi skutkami cenowymi transakcji realizowanych przez innych inwestorów.** Za pomocą ruchomej wyceny można korygować cenę tytułów uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym, tak aby częściowo pokryć koszty transakcyjne funduszu wynikające z działań inwestorów<sup>(3)</sup>. Polega ona na tym, że w razie dużego odpływu (napływu) środków NAV korygowana jest w dół (w górę), tak aby koszty transakcyjne były ponoszone przez inwestorów nabywających lub zbywających tytuły, a nie przez ogół inwestorów. Te zmiany cen – jeśli zostaną właściwie zrozumiane przez inwestorów – powinny zachęcić ich do dostosowania swojego zachowania w zakresie umorzeń lub zapisów w sposób, który pomoże funduszom ustabilizować przepływy netto. Ruchoma wycena może być pełna, czyli stosowana do wszystkich zapisów i umorzeń, lub częściowa, czyli stosowana tylko do zapisów i umorzeń powyżej pewnego progu. W tym drugim wypadku określa się próg wyceny ruchomej, a kiedy wypływy netto przekroczą ten próg, NAV danego funduszu jest korygowana w dół – i *vice versa*. Progi mogą być zmienne, więc mechanizm można dostosowywać do warunków rynkowych/płynnościowych i w ten sposób ograniczać zachowania optymalizacyjne inwestorów (czyli uniemożliwić im przewidzenie, jak będzie przebiegać wycena ruchoma, i podjęcie działań wyprzedzających). Przy pełnej wycenie ruchomej NAV jest korygowana w trybie ciągłym, zależnie od tego, czy w ujęciu netto następuje napływ, czy też odpływ środków. Ruchoma wycena jest narzędziem, za pomocą którego można skutecznie wpływać na zachowania inwestorów w zakresie umorzeń lub zapisów i w ten sposób stabilizować rentowność funduszu oraz zmniejszać prawdopodobieństwo wykorzystania przewagi pierwszego gracza i wynikającej z niej gwałtownej wyprzedaży. Niemniej jeśli inwestorzy będą zdeterminowani, by wycofać się z funduszu, zrobią to niezależnie od kosztów związanych z ruchomymi cenami. Ponieważ obowiązują różne NAV, stosowanie ruchomej wyceny może być bardzo złożone i kosztowne, a przez to – niedostępne dla małych funduszy.

**Oplaty chroniące przed rozwodnieniem aktywów także polegają na dodatkowym obciążeniu inwestorów dokonujących zapisów lub umorzeń.** Zapisanie się na tytuły uczestnictwa w funduszu lub ich umorzenie może wpłynąć na wartość funduszu. Dzieje się tak zwłaszcza wtedy, kiedy tytuły nie są po prostu przenoszone między dobranymi kupującymi a sprzedającymi, ale występuje między nimi nierównowaga i zarządzający musi kupić lub sprzedać aktywa bazowe. Pociąga to za sobą opłaty transakcyjne, podatki i koszty z tytułu płynności, wpływające na NAV funduszu i powodujące rozwodnienie aktywów. Opłata antyrozwodnieniowa ma pokryć te koszty transakcyjne.

**Ruchoma wycena i opłaty chroniące przed rozwodnieniem aktywów zniechęcają do zachowań procyklicznych, choć tylko ta pierwsza zachęca do zachowań antycyklicznych.** W odróżnieniu od ruchomej wyceny opłaty chroniące przed rozwodnieniem aktywów nie stanowią zachęty dla inwestorów do działania w sposób antycykliczny (tj. dokonywania zapisów w fazie umorzeń), gdyż nie zapewniają im zysku z korzystniejszej ceny sprzedaży lub umorzenia, jaki daje ruchoma wycena. Żadne z tych narzędzi nie rodzi dodatkowych kosztów dla funduszu – zmieniają one jedynie sposób przenoszenia kosztów na inwestorów.

### Narzędzia zarządzania płynnością *ex post*

**Bariery umorzeniowe (odroczenie umarzenia) umożliwiają przejściowe odsunięcie umorzeń w czasie.** Bariera polega na tymczasowym odroczeniu prawa posiadaczy tytułów do ich umorzenia. Odroczenie to może być pełne, kiedy inwestorzy w ogóle nie mogą umarzać swoich tytułów, lub częściowe, kiedy można umorzyć jedynie ich część. Bariery umorzeniowe mogą być skonstruowane w taki sposób, że kiedy wysokość zleceń umorzenia przekroczy pewien próg (np. 10 % NAV funduszu dopuszczającego transakcje codziennie lub raz w tygodniu), spółka zarządzająca funduszem

(1) Jednym z głównych dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością są testy warunków skrajnych. Pozwalają one sprawdzić praktykę zarządzania płynnością w razie wystąpienia poważnych zdarzeń skrajnych, które mogłyby narazić fundusze na poważne problemy płynnościowe. Ponieważ testom tym poświęcone jest osobne zalecenie, nie omawia się ich w tym miejscu (zob. zalecenie C).

(2) Jako że korekty NAV mogą następować *ex post*, narzędzia te można także uznać za hybrydowe, tj. wdrażane *ex ante*, ale uruchamiane *ex post*.

(3) Mechanizm ruchomej wyceny jest przeznaczony dla funduszy stosujących jedną cenę; fundusze stosujące dwie ceny korzystają z podobnych mechanizmów, za pomocą których zarządzający decyduje, na jakim poziomie między ceną subskrypcyjną tytułów a ceną umorzeniową powinna być ustalona cena transakcyjna, aby koszty transakcji ponosili, zależnie od przypadku, inwestorzy kupujący lub sprzedający.

może podjąć decyzję o przesunięciu realizacji zleceń powyżej tego progu na następny okres transakcyjny. W razie wystąpienia napięć na rynku narzędzie to daje zarządzającemu funduszem więcej czasu i większą elastyczność, by zareagować na zlecenia i zapewnić uporządkowaną sprzedaż aktywów bazowych, co pozwala zmniejszyć ryzyko gwałtownej wyprzedaży.

**Realizowanie umorzeń w formie niepieniężnej zwalnia zarządzającego funduszem z konieczności upłynnienia dużej ilości aktywów przy znacznej skali zleceń.** Zarządzający może zdecydować, że umorzenia będą realizowane przez przekazanie zlecającemu papierów wartościowych zamiast gotówki. Ponieważ niezapowiedziana duża sprzedaż aktywów mogłaby silnie wpłynąć na rynek, narzędzie to może ochronić inwestorów pozostających w funduszu przed wysokimi kosztami upłynnienia, które pojawiłyby się w przeciwnym razie. Ten mechanizm nadaje się do zleceń umorzenia składanych przez inwestorów instytucjonalnych. W wypadku zleceń od inwestorów detalicznych jest jednak ogólnie mniej przydatny, gdyż zrealizowanie umorzenia pojedynczych tytułów funduszu w takiej formie może być niewykonalne, a także może wiązać się z wysokimi kosztami operacyjnymi i szkodą dla reputacji. Choć inwestorzy mogą sprzedawać aktywa podlegające umorzeniu w formie niepieniężnej tak samo jak zarządzający funduszem, musieliby w takiej sytuacji sami pokryć koszt sprzedaży zamiast rozłożyć go na wszystkich inwestorów danego funduszu. Natomiast wpływ na rynek (czyli także na stabilność finansową) w obu wypadkach byłby taki sam, bez względu na to, czy sprzedaż aktywów bazowych dokonuje sam fundusz, czy inwestorzy.

**Wyodrębnianie aktywów nie płynnych pozwala oddzielić je od pozostałych, płynnych instrumentów inwestycyjnych funduszu.** Korzyści z tego podejścia są dwojakie. Po pierwsze, inwestorzy potrzebujący płynności mogą zbyć za gotówkę płynną część aktywów funduszu, a koszty ich upłynnienia prawdopodobnie będą niskie. Po drugie, podejście to chroni interesy inwestorów, którzy chcą pozostać w funduszu, gdyż w razie dużej liczby zleceń umorzenia jego zarządzający nie jest zmuszony do upłynnienia aktywów po cenie rynkowej lub niższej. Narzędzie to jest zatem szczególnie przydatne, gdy inwestorzy mają rozbieżne interesy: niektórzy chcą pozostać w funduszu, a inni – umorzyć swoje tytuły. Jeśli chodzi o przepisy regulujące okoliczności, w jakich można wyodrębniać aktywa nie płynne, sytuacja w różnych państwach członkowskich nie jest jednolita.

**Termin zapowiedzi daje zarządzającym funduszami dodatkową elastyczność w zarządzaniu płynnością.** Chodzi o to, z jakim wyprzedzeniem inwestorzy muszą powiadomić zarządzającego o zamiarze umorzenia swoich tytułów. Terminy takie, często wskazane już w dokumentach założycielskich funduszu, dają zarządzającemu więcej czasu na zrealizowanie zleceń umorzenia bez konieczności natychmiastowej sprzedaży aktywów po obniżonej cenie.

**Zawieszenie umorzeń to narzędzie, z którego korzysta się w ostateczności w razie kryzysu płynnościowego.** Pełni funkcję bezpiecznika, gdyż w sytuacji trudności finansowych daje zarządzającemu dodatkowy czas na upłynnienie aktywów w uporządkowany sposób. Przez wyeliminowanie konieczności podejmowania pospiesznych decyzji i upłynniania aktywów za wszelką cenę zarządzający zyskuje czas na znalezienie optymalnego rozwiązania. Ponadto dodatkowy czas pozwala zarządzającym funduszem i nadzorcom na lepsze wyjaśnienie inwestorom przyczyny napięć i dzięki temu – potencjalne uniknięcie paniki. Dlatego zawieszenia są powszechnie uważane za ważne narzędzie do zarządzania umorzeniami na dużą skalę w czasie kryzysu. Mogą one jednak generować znaczny koszt majątkowy dla inwestorów, którzy nie będą mogli zbyć swoich inwestycji. Istnieją także obawy, że doświadczeni inwestorzy będą w stanie przewidzieć zawieszenie umorzeń i próbować umorzyć swoje tytuły, zanim zrobią to inni (byłoby to sprzeczne z pierwotnym celem tego narzędzia, jakim jest zmniejszenie efektu przewagi pierwszego gracza), co może nawet wywołać panikę wśród inwestorów.

#### **Zalecenia A(2) i A(3) – Dalsze przepisy dotyczące właściwych organów krajowych i roli ESMA w odniesieniu do zawieszenia przez te organy umorzeń mających transgraniczne skutki dla stabilności finansowej**

**Zawieszenie umorzeń to jedyne narzędzie dostępne we wszystkich państwach członkowskich.** Zasadniczo decyzję o zawieszeniu umorzeń w pierwszym rzędzie podejmuje według własnego uznania i na własną odpowiedzialność zarządzający funduszem (zob. ramka 2). Zawieszenie może jednak także nakazać – zarówno w wypadku UCITS, jak i AFI – właściwy organ krajowy, gdy leży to w interesie posiadaczy tytułów lub społeczeństwa.

**Zarządzający mogą nie zdecydować się na zawieszenie umorzeń, jeśli nie uzmysłwią sobie, jak duża skala umorzeń wpłynie na stabilność systemu finansowego.** Masowa wyprzedaż tytułów jednego tylko funduszu może wystarczyć do wywołania paniki wśród inwestorów i masowego wycofywania środków z innych funduszy. W rezultacie fundusze mogą także doznać poważnych napięć płynnościowych i być zmuszone do sprzedaży bardzo dużej ilości aktywów. Jeśli wielkość doświadczających takich problemów funduszy jest duża w skali danego rynku czy sektora, może dojść do znacznego spadku cen aktywów, prowadzącego do spirali dalszych spadków. Stąd zapobieganie panice i wywołanej przez nią masowej wyprzedaży aktywów ma ogromne znaczenie dla ogólnej stabilności finansowej.

Zarządzający mogą też nie zdecydować się na zawieszenie umorzeń ze względu na ryzyko reputacyjne. Jedną z głównych przeszkód utrudniających stosowanie zawieszenia umorzeń jest potencjalny negatywny wpływ na reputację zarządzającego funduszem. Jako że konieczność zastosowania tego narzędzia można łatwo przypisać słabemu zarządzaniu płynnością przez zarządzającego, może dojść do trwałej utraty zaufania do jego profesjonalizmu. Dlatego też zarządzający może powstrzymać się przed zawieszeniem umorzeń, nawet jeśli byłoby to we wspólnym interesie wszystkich inwestorów danego funduszu. Może też podjąć decyzję, by nie nakazać zawieszenia umorzeń, jeśli będzie przekonany, że nie leży w interesie inwestorów funduszu. W takich wypadkach – gdy zarządzający nie skorzysta z tego narzędzia, ale zawieszenie umorzeń będzie pożądane ze względów makroostrożnościowych – właściwy organ krajowy powinien skorzystać z prawa do nakazania zawieszenia.

**W świetle systemów wydawania zezwoleń (tzw. paszportów), jakie obowiązują w Unii, role i obowiązki w zakresie nakazywania zawieszenia umorzeń należy przypisać właściwym organom krajowym.** Na podstawie paszportów ZAFI i spółki zarządzające UCITS mogą sprzedawać jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne inwestorom z innych państw w obrębie EOG. Pozwalają one także zarządzającym tymi funduszami prowadzić działalność transgraniczną w tym zakresie. Jeżeli fundusz inwestycyjny ma siedzibę w innym państwie członkowskim niż ZAFI lub spółka zarządzająca UCITS, nie zawsze jest jasne, który z właściwych organów krajowych odpowiada za zawieszenie umorzeń lub kiedy taki organ powinien interweniować i skorzystać z prawa do zawieszenia. Brak wyraźnie określonych zakresów odpowiedzialności może spowodować, że reakcja w razie wystąpienia na rynku napięć lub szybko zmieniających się warunków będzie niewystarczająca lub spóźniona. Przypisanie odpowiedzialności więcej niż jednemu organowi lub organowi słabiej poinformowanemu może wywołać niezamierzone negatywne skutki. Aby uniknąć takich sytuacji, zaleca się Komisji, by zaproponowała jasne określenie w odpowiednich przepisach unijnych ról i zakresów obowiązków odnośnych organów krajowych.

**Przed skorzystaniem z prawa do zawieszenia umorzeń odpowiedzialny organ powinien powiadomić inne zainteresowane organy, w tym ESMA i ERRS, jeśli miałyby to transgraniczne skutki dla stabilności finansowej.** Ponieważ paszporty umożliwiają transgraniczny obrót funduszami w obrębie EOG, nakaz zawieszenia umorzeń może bezpośrednio dotknąć rynki i inwestorów podlegających innemu organom. Zatem nakazanie zawieszenia umorzeń w odniesieniu do jednego funduszu inwestycyjnego może mieć także skutki dla rynków finansowych i zaufania inwestorów w innych jurysdykcjach. Jeśli odpowiednie organy nie zostaną poinformowane, takie reakcje rynku mogą być zaskakujące i uniemożliwić organom regulacyjnym podjęcie odpowiednich działań. Aby umożliwić złagodzenie potencjalnych zagrożeń dla stabilności finansowej, zaleca się Komisji, by zaproponowała włączenie do odnośnych przepisów unijnych obowiązku uprzedniego poinformowania odpowiednich organów. Obowiązek ten należy jednak sformułować w taki sposób, aby nie uniemożliwić właściwym organom krajowym podjęcia natychmiastowych działań w razie kryzysu.

**Jeżeli zawieszenie umorzeń miałyby transgraniczne skutki dla stabilności finansowej, ESMA powinna starać się doradzać właściwym organom krajowym oraz ułatwiać i koordynować korzystanie przez nie z prawa do zawieszenia.** Ze względu na różne uwarunkowania krajowe ESMA powinna odgrywać rolę koordynatora i doradcy, dążąc do zapewnienia właściwym organom krajowym równych warunków do korzystania z prawa do zawieszenia umorzeń, aby złagodzić zagrożenia dla stabilności finansowej. Rola koordynatora powinna obejmować określenie ogólnych kwestii praktycznych, jakie właściwe organy krajowe będą uwzględniać przy korzystaniu z prawa do zawieszenia umorzeń. Ponadto obecnie nie ma jednolitej i precyzyjnej definicji interesu społecznego. ESMA powinna dążyć do tego, by właściwe organy krajowe jednakowo rozumiały, jak odpowiednio przepisy dyrektyw 2009/65/WE i 2011/61/UE mają się do stabilności finansowej i ryzyka systemowego, jednak w taki sposób, aby działania regulacyjne nie stały się przewidywalne, gdyż rodziłoby to pokusę nadużycia. Przepisy te nie tylko pomogą w stosowaniu spójniejszego podejścia do zawieszania umorzeń, lecz także wzmocnią przekonanie, że ich zawieszanie powinno stać się praktycznym narzędziem ułatwiającym złagodzenie zagrożeń dla stabilności finansowej.

### II.1.2. Niezamierzone skutki

**Istnieje ryzyko, że lepiej zorientowani inwestorzy instytucjonalni mogliby przewidzieć uruchomienie jakiegoś narzędzia.** Mogłoby to osłabić lub zniwelować jego skuteczność, gdyż próbowaliby oni podjąć działania jeszcze przed jego uruchomieniem. W pewnych okolicznościach skutkiem oczekiwania, że dojdzie do uruchomienia narzędzia, mogłaby nawet być masowa wyprzedaż i wystąpienie spirali płynnościowej. Z tego powodu we wskazówkach należy unikać jakiegokolwiek automatyzmu i normatywności.

**Narzędzia zarządzania płynnością mogą być przydatne, kiedy na rynku uporczywie utrzymują się napięcia.** W pewnych okolicznościach narzędzia *ex post* mogą jedynie opóźnić wystąpienie problemów z płynnością, jako że pozwalają tylko przesunąć umorzenia o określony czas (np. bariery umorzeniowe). Nie są jednak w stanie wyeliminować problemu, jeśli napięcia utrzymują się dłużej, a zatem nie mogą zastąpić środków strukturalnych, np. ukierunkowanych na wyrównanie nadmiernego niedopasowania płynności.

## II.2. Zalecenie B – Dodatkowe przepisy mające zmniejszyć prawdopodobieństwo nadmiernego niedopasowania płynności

### II.2.1. Uzasadnienie ekonomiczne i zamierzone skutki

**Fundusze inwestycyjne zarządzające aktywami, które z natury są mniej płynne, nie muszą być źródłem obaw o stabilność finansową.** Zapewnienie dostępu do różnych kategorii aktywów zwiększa efektywność rynku, gdyż daje więcej możliwości inwestycyjnych i poprawia dostęp emitentów takich aktywów do finansowania. Z punktu widzenia

polityki gospodarczej zezwolenie funduszom inwestycyjnym na inwestowanie w kategorii aktywów, którymi obrót jest mniej intensywny – takich jak *private equity*, kredyty lub obligacje korporacyjne bez ratingu – także przyczynia się do różnicowania form finansowania w gospodarce. W warunkach długiego utrzymywania się niskich rentowności zbiega się to z rosnącym zapotrzebowaniem inwestorów na nowe możliwości inwestycyjne.

**Ryzyko dla stabilności finansowej powstaje wtedy, kiedy dochodzi do dużego niedopasowania między płynnością takich aktywów a płynnością oferowaną inwestorom zgodnie z zasadami umarzania obowiązującymi w funduszach.** W porównaniu z funduszami inwestycyjnymi inwestującymi w aktywa płynne, w przypadku których jedynie duża liczba zleceń umorzenia mogłaby wpłynąć na ceny rynkowe, konieczność sprzedaży nawet małej ilości aktywów mniej płynnych mogłaby (o ile fundusz nie zostanie zawieszony) szybko doprowadzić do zwielokrotnienia spadków na rynku. Szczególnie problematyczna jest możliwość częstego dokonywania umorzeń, jeśli prowadzi ona inwestorów danego funduszu do przecenienia płynności jego aktywów. Skutkiem tego może być wymuszona sprzedaż, np. przez inwestorów z dźwignią finansową.

**Zapewnienie strukturalnej zgodności polityki otwartego funduszu inwestycyjnego w zakresie umorzeń z profilem płynnościowym jego aktywów powinno zmniejszyć ryzyka związane z gwałtowną wyprzedażą.** Zarządzający, którzy intensywnie inwestują w mniej płynne aktywa, mają do wyboru różne możliwości. Na przykład po stronie aktywów określenie maksymalnego odsetka mniej płynnych aktywów, w jakie może zainwestować zarządzający funduszem, poprawiłoby jego zdolność do realizacji umorzeń nawet przy napięciach rynkowych. Zapewnienie w ten sposób wystarczającej ilości płynnych aktywów pozwoliłoby zmniejszyć przewagę pierwszego gracza i ryzyko wybuchu paniki. Oprócz zmniejszenia nadmiernego niedopasowania płynności na poziomie pojedynczego funduszu można w ten sposób również zmniejszyć skalę zbiorowego umarzania i ryzyko gwałtownej wyprzedaży. I wreszcie – pozwoliłoby to ograniczyć prawdopodobieństwo wystąpienia lub powąge ewentualnego zdarzenia o charakterze systemowym.

**Poprawa zdolności funduszu inwestycyjnego do realizacji umorzeń nawet przy napięciach rynkowych zmniejsza także prawdopodobieństwo zawieszenia umorzeń.** Zwiększenie strukturalnej odporności funduszy inwestycyjnych pozwoliłoby uniknąć nadmiernego polegania na zawieszeniu umorzeń jako dodatkowym narzędziu zarządzania płynnością, gdyż część komentarzy medialnych odnosi się wprost do potencjalnych niezamierzonych skutków samego tego narzędzia <sup>(1)</sup>.

**Jeśli chodzi o pasywa, zarządzający mogliby wprowadzić zasady umarzania i zmniejszyć częstotliwość umorzeń oferowaną przez fundusz, lub też wprowadzić terminy zapowiedzi dla inwestorów zamierzających umorzyć tytuły danego funduszu.** W razie nadzwyczajnego wypływu aktywów ograniczenie umorzeń dałoby zarządzającemu więcej czasu na upłynnienie aktywów w celu realizacji zleceń. Także rynek zyskałby czas na znalezienie rozwiązania sytuacji będącej źródłem problemu – lub też sytuacja ta z czasem sama by się znormalizowała (tak jak w przypadku brytyjskich funduszy nieruchomości). Niekiedy możliwa byłaby jakaś forma ogólnej interwencji ze strony władz, która mogłaby pomóc w złagodzeniu napięć. W wypadku terminów zapowiedzi podanie daty z wyprzedzeniem pozwoliłoby inwestorom w pewnym stopniu zaplanować własną pozycję płynnościową, co nie jest możliwe przy zawieszeniu umorzeń.

**Przykładem funduszy, w których występuje duże niedopasowanie płynności, są fundusze nieruchomości.** Zwykle inwestują one w mniej płynne aktywa bazowe i są podatne na znaczne niedopasowanie płynności, jeśli mają strukturę otwartą. Źródłem ryzyka systemowego może być połączenie niedopasowania płynności i stosowania dźwigni finansowej. Inwestorzy wcześniej dokonujący umorzenia mogą odnieść korzyści z przewagi pierwszego gracza – sytuacja ta może prowadzić do masowej wyprzedaży, gdyż takie fundusze mają na bieżąco mniej płynnych aktywów do obsługi umorzeń. Z powodu dźwigni te zlecenia umorzenia mogą zmusić zarządzającego do zbycia większej części portfela, co nieuchronnie odbiłoby się na cenach aktywów. I na koniec fundusze te mogą potęgować ryzyko i rozprzestrzeniać je na inne części systemu finansowego <sup>(2)</sup>. W wypadku brytyjskich funduszy nieruchomości zawieszenia pomogły uniknąć powszechnej i szybkiej wyprzedaży aktywów zabezpieczonych nieruchomościami komercyjnymi po brytyjskim referendum w sprawie członkostwa w Unii Europejskiej (zob. ramka 3). Jak jednak wskazał Bank of England, nadal obserwuje się podatność na szoki, która może wynikać z niedopasowania płynności między aktywami i pasywami funduszy inwestycyjnych. W przyszłości szok na rynku aktywów zabezpieczonych na nieruchomościach komercyjnych może wywołać spiralę umorzeń, zawiesznień i sprzedaży po zaniżonych cenach.

<sup>(1)</sup> Przykłady potencjalnych niezamierzonych skutków w kontekście sytuacji na brytyjskim rynku funduszy nieruchomości znajdują się w artykułach <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brexit-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> i <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, dostęp: listopad 2017.

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

### Ramka 3: Fundusze nieruchomości – przypadek brytyjskich funduszy nieruchomości

**Fundusze nieruchomości w Unii mają różną specyfikę.** Zwykle inwestują w mniej płynne aktywa, takie jak nieruchomości, prawa do nieruchomości i udziały kapitałowe w spółkach z sektora nieruchomości. W niektórych jurysdykcjach fundusze takie mogą mieć wyłącznie formę zamkniętą – w tym wypadku inwestorzy mogą umarzać tytuły jedynie w określonych z góry terminach zapadalności i przeważnie dopiero po dacie wygaśnięcia funduszu. W innych jurysdykcjach przepisy dotyczące funduszy inwestycyjnych i dokumentacja ofertowa funduszy o strukturze otwartej dają inwestorom prawo do częstszego zlecenia umorzenia posiadanych tytułów, co może prowadzić do transformacji płynności na dużą skalę, zwłaszcza jeśli fundusze te oferują umorzenia cotygodniowe lub nawet codzienne.

**Przykład problemów związanych z funduszami nieruchomości można było obserwować w Zjednoczonym Królestwie po referendum z dnia 23 czerwca 2016 roku w sprawie członkostwa w UE.** Między lipcem a grudniem 2016 roku część spośród 19 przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania mających zezwolenie na działalność w Zjednoczonym Królestwie<sup>(1)</sup>, które inwestowały w nieruchomości, zastosowała jakiś specjalny środek zarządzania płynnością. Brytyjski rynek nieruchomości doświadczał spadku wartości i umarzenia tytułów funduszy inwestycyjnych przez ok. osiem miesięcy poprzedzających referendum, a przegłosowanie wyjścia z UE spowodowało wzrost liczby zleceń umorzenia ze strony inwestorów. W 15 funduszach oferujących codzienny obrót skumulowane umorzenia sięgnęły 4,1 % NAV, a w jednym wypadku ich wysokość doszła do 8 % NAV. Jednocześnie dziesięć funduszy skorygowało wycenę w wartości godziwej o 4–15 %.

**Fundusze te przyjęły różne podejścia do korzystania z narzędzi zarządzania płynnością.** W pierwszym tygodniu lipca sześć funduszy inwestycyjnych oferujących codzienne transakcje, o wartości ok. 14,6 mld GBP, zawiesiło umorzenia (a trzy z nich dodatkowo skorygowały wyceny w wartości godziwej). Jeden fundusz wznowił obrót po wprowadzeniu korekty antyrozwodnieniowej, odzwierciedlającej dyskonto konieczne do szybkiej sprzedaży pewnej liczby nieruchomości. Zarządzający innymi funduszami utrzymali ich zawieszenie, dopóki nie uznali, że sytuacja w zakresie wyceny aktywów stała się dostatecznie jasna. Zgodnie z zasadami brytyjskiego organu regulacyjnego sektora finansowego Financial Conduct Authority (FCA) zarządzający funduszem musi weryfikować zasadność zawieszenia przynajmniej co 28 dni, ale całkowity okres zawieszenia nie jest ograniczony.

**Od połowy lipca skala zleceń umorzenia wracała do normy. Fundusze, które zawiesiły umorzenia, zaczęły stopniowo wznowiać obrót; ostatnie uczyniły to w połowie grudnia.** Fundusze inwestycyjne oferujące możliwość upłynniania tytułów z częstotliwością miesięczną lub kwartalną albo nie doświadczyły wyższej niż zwykle liczby zleceń umorzenia, albo były w stanie zapewnić sobie wystarczającą ilość gotówki i innych płynnych środków, by móc je zrealizować.

**Wydarzenia te wpłynęły na niektóre powiązane fundusze inwestycyjne, ale nie rozprzestrzeniły się na inne kategorie aktywów.** Zawieszenie obrotu dotknęło niektóre fundusze powiązane, które zainwestowały w przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania, aby zyskać ekspozycję na nieruchomości jako kategorię aktywów. Łącznie 59 spośród tych funduszy, zarządzających aktywami o wartości 2 mld GBP, zainwestowało w przedsiębiorstwa, które zawiesiły obrót. W niektórych wypadkach odbiło się to niekorzystnie na ich zdolności do wywiązania się z zobowiązań pozaukładowych, w tym odstąpien lub transferów, choć nie wywarło wpływu na wypłatę świadczeń wraz z upływem terminu zapadalności lub w razie śmierci osoby ubezpieczonej.

**Bank of England podkreślił ryzyka związane z roznoszeniem się niekorzystnych zjawisk w sprawozdaniu nt. stabilności finansowej *Financial Stability Report* z lipca 2016 roku<sup>(2)</sup>.** Charakter tego zdarzenia rynkowego zmniejszył jednak ryzyko jego skutków systemowych. Szok ten nie był zdarzeniem kredytowym o szerokim zasięgu, lecz zdarzeniem ograniczonym do Wielkiej Brytanii, które wpłynęło na ceny nieruchomości. Ponadto wpływ umorzeń tytułów funduszy inwestycyjnych oferujących codzienne transakcje został skutecznie ograniczony dzięki zastosowaniu narzędzi, którymi już dysponowały fundusze. W dodatku wartość funduszy dotkniętych szokiem była niska: na autoryzowane przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w nieruchomości przypadało ok. 2,7 % wartości aktywów zarządzanych przez brytyjskie otwarte fundusze inwestycyjne (949,7 mld GBP). W sumie wszystkie fundusze otwarte posiadały nieruchomości komercyjne warte około 35 mld GBP, co stanowiło mniej niż 10 % całego rynku (683 mld GBP).

(1) Fundusze te są AFI w rozumieniu dyrektywy 2011/61/UE, ale w zakresie zezwoleń i regulacji podlegają prawu brytyjskiemu.

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



**Kolejny przykład to fundusze obligacji inwestujące w papiery wartościowe o ratingu nieinwestycyjnym lub bez ratingu, które mogą wykazywać znaczne niedopasowanie płynności.** W grudniu 2015 roku duży amerykański fundusz obligacji wysokodochodowych ogłosił likwidację portfela i zawieszenie umorzeń. Zarządzający funduszem uznał, że w warunkach ogólnie mniejszej płynności na rynkach instrumentów stałodochodowych zlecenia umorzenia składane przez inwestorów spowodowały, że pozyskanie wystarczającej ilości środków pieniężnych na zrealizowanie tych zleceń bez sprzedaży aktywów z dyskontem, ze szkodą dla pozostałych posiadaczy tytułów, byłoby niemożliwe. Ta sytuacja była skutkiem z definicji niskiej płynności aktywów tego funduszu, takich jak obligacje korporacyjne o ratingu CCC lub niższym bądź bez ratingu (papiery wysokiego ryzyka), w powiązaniu z niskim zasobem środków pieniężnych i innych płynnych aktywów.

**W większości unijnych funduszy inwestycyjnych nie obserwuje się znacznego niedopasowania płynności.** Uważa się na przykład, że w funduszach akcji transformacja płynności ma małą skalę<sup>(1)</sup>, gdyż większość notowanych akcji uznaje się za płynne nawet w warunkach napięć. Także dane dotyczące funduszy obligacji wydają się wskazywać na szukanie równowagi między transformacją płynności a zapadalnością<sup>(1)</sup>. Fundusze inwestycyjne skupione na mniej płynnych korporacyjnych papierach dłużnych zwykle inwestują w instrumenty o terminach zapadalności krótszych od średniej, natomiast te inwestujące w bardziej płynne papiery skarbowe zwykle preferują aktywa o dłuższej zapadalności. Fundusze inwestujące w płynne aktywa długoterminowe mogą normalnie zbyć je w dowolnym momencie, natomiast te inwestujące w aktywa krótkoterminowe o mniejszej płynności powinny być w stanie często rolować swoje portfele i w ten sposób ograniczać transformację płynności<sup>(2)</sup>.

**Największe niedopasowania płynności występują natomiast w przypadku otwartych AFI inwestujących w aktywa z natury mniej płynne.** Są to w szczególności fundusze nieruchomości, które stanowią 5 % funduszy inwestycyjnych w Europie (658 mld EUR); w większości są one otwarte i narażone na niedopasowanie płynności, jak wskazała ERRS w *Shadow Banking Monitor* (tabele 1 i 2). Znaczenie sektora funduszy nieruchomości zwiększyło się także w ostatnich latach – przez ostatnie dwa lata zarządzane aktywa wzrosły o 34 % (do czwartego kwartału 2016 roku), wobec 19 % dla pozostałej części branży funduszy inwestycyjnych. Jak wynika z *Shadow Banking Monitor* ERRS, także fundusze hedgingowe (436 mld EUR) dokonują transformacji płynności, zgodnie z przyjętą strategią. Na tym tle branża funduszy kredytowych (26 mld EUR) dopiero zaczyna się rozwijać.

Tabela 1

## Transformacja płynności według rodzaju funduszu

Rodzaj funduszu	Fundusze obligacji	Fundusze hedgingowe	Fundusze nieruchomości	Fundusze typu ETF	Fundusze private equity
	●	●	●	●	○

Znaczenie kolorów: ● = zaangażowanie znaczne; ● = zaangażowanie średnie; ● = zaangażowanie niskie; ○ = zaangażowanie nieprawdopodobne lub nieistotne

Tabela 2

## Aktywa funduszy inwestycyjnych w strefie euro (bln EUR)

	12/2014	06/2015	12/2015	06/2016	12/2016	03/2017	04/2017
<b>Fundusze obligacji</b>	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
<b>Fundusze akcji</b>	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
<b>Fundusze hedgingowe</b>	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
<b>Fundusze mieszane</b>	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

<sup>(1)</sup> Zob. „EU Shadow Banking Monitor”, nr 2, ERRS, 2017.

<sup>(2)</sup> Zob. „EU Shadow Banking Monitor”, nr 1, ERRS, 2016.

	12/2014	06/2015	12/2015	06/2016	12/2016	03/2017	04/2017
<b>Fundusze nieruchomości</b>	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
<b>Razem</b>	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

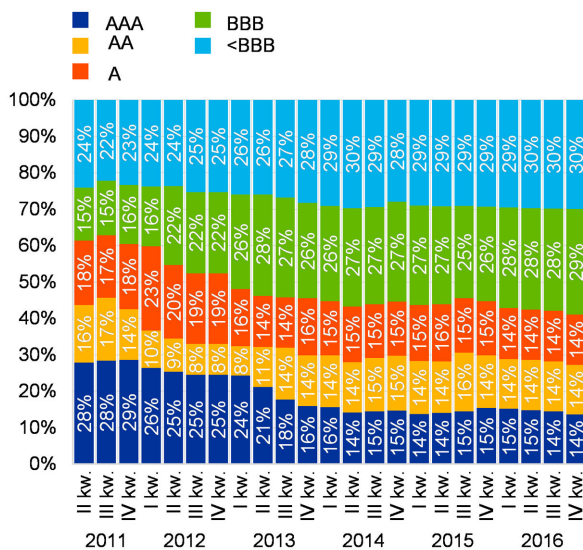
Zgodnie z tendencją obserwowaną od kilku lat niektóre unijne fundusze obligacji, w tym UCITS, przechodzą przy alokacji aktywów z papierów dłużnych o wyższym ratingu do papierów o ratingu niższym, czego wynikiem jest ekspozycja na dłuższe terminy zapadalności i wyższe ryzyko kredytowe. Jako że 19 % aktywów funduszy obligacji przypada na fundusze wysokodochodowe, nie można wykluczyć, że – zależnie od strukturalnych i cyklicznych czynników kształtujących płynność rynku, jak wspomniano powyżej – fundusze inwestycyjne zostaną w końcu narażone, przynajmniej przejściowo, na niedopasowanie płynności. Jednak wobec braku zharmonizowanych danych na poziomie Unii trudno jest zmierzyć istotność tego problemu i potencjalny udział UCITS w ryzykach dla stabilności finansowej (zob. ramka 4).

#### Ramka 4: Potencjalne narażenie UCITS na niedopasowanie płynności

Zgodnie z dyrektywą 2007/16/WE UCITS powinny inwestować przede wszystkim w aktywa płynne. Jednak w razie wystąpienia napięć na rynku płynność niektórych aktywów kwalifikowanych może się zmniejszyć, przez co UCITS zostałyby przejściowo narażone na niedopasowanie płynności. Dotyczy to zwłaszcza funduszy obligacji wysokodochodowych. W reakcji na tę sytuację IOSCO rozpoczęła niedawno konsultacje dotyczące potrzeby wprowadzenia dodatkowych mechanizmów do zarządzania płynnością dla funduszy, w tym UCITS (1).

#### Unijne fundusze obligacji: średni rating posiadanych przez nie aktywów

(proc. aktywów ogółem; ostatnia obserwacja: IV kw. 2016)



Źródła: Thomson Reuters Lipper, ESMA oraz Standard & Poor's.

Zgodnie z ogólną tendencją obserwowaną od 2009 roku niektóre unijne fundusze obligacji przechodzą przy alokacji aktywów z papierów dłużnych o wyższym ratingu do papierów o ratingu niższym, a jednocześnie wydłużają durację portfeli. Choć ta zmiana preferencji inwestycyjnych w ostatnich paru latach zwolniła, wciąż oznacza, że fundusze te są obecnie bardziej narażone na zmiany rentowności obligacji. Mniejsza płynność portfeli i niższe zasoby środków pieniężnych mogą utrudniać funduszom obligacji przywrócenie równowagi w portfelach po wystąpieniu dużej liczby zleceń umorzenia w taki sposób, aby niekorzystne skutki nie rozprzestrzeniły się na rynki obligacji.

Mimo że dane świadczą o rosnącym podejmowaniu ryzyka w warunkach mniejszej płynności na rynkach obligacji (2), brak szczegółowych („granularnych”) informacji o aktywach (np. płynności) i zobowiązaniach UCITS uniemożliwia kompleksową ocenę ryzyka dla stabilności finansowej. Do oceny istotności tego ryzyka należy określić obowiązki sprawozdawcze spółek zarządzających UCITS, jak przewidziano w zaleceniu D, w tym obowiązek zbierania i wymiany granularnych i zharmonizowanych danych. Jeśli jednak dowody analityczne wskazują, że niektóre części sektora funduszy UCITS są narażone na znaczne niedopasowanie płynności, być może trzeba zrewidować zakres zaleceń B i uwzględnić w nim pewne produkty inwestycyjne typowe dla UCITS.

(1) „IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration”, sprawozdanie z konsultacji, lipiec 2017.

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

**W opinii FSB<sup>(1)</sup> aktywa i strategie inwestycyjne funduszy powinny być spójne z regulaminem umorzeń obowiązującym w danym funduszu** – zarówno na początku działalności, jak i później na bieżąco (dotyczyłoby to i nowych, i istniejących funduszy inwestycyjnych). Należy przy tym uwzględnić oczekiwaną płynność aktywów i zachowanie inwestorów w warunkach normalnych i skrajnych.

**Dodatkowe przepisy w tej dziedzinie powinny być spójne z istniejącymi przepisami dyrektywy 2011/61/UE**, które już teraz zawierają wymóg dostosowania strategii inwestycyjnej funduszu, jego profilu spójności i polityki w zakresie umorzeń oraz określają odpowiednie limity do zarządzania płynnością i testy warunków skrajnych. W szczególności zgodnie z obecnym systemem regulacyjnym ZAFI powinni być w stanie wykazać swoim właściwym organom krajowym istnienie odpowiednich systemów oraz skutecznych procedur zarządzania płynnością. Jednak na podstawie najnowszych danych można stwierdzić, że niektóre AFI nadal dokonują transformacji płynności na znaczną skalę<sup>(2)</sup>. Zatem nałożenie na fundusze inwestujące w mniej płynne aktywa obowiązku wykazywania tego przyczyniłoby się do osiągnięcia celów dyrektywy 2011/61/UE przez zapewnienie jej spójniejszego stosowania. Służyłoby upowszechnieniu stosowania przez takie fundusze określonych środków, np. wewnętrznych limitów w odniesieniu do mniej płynnych aktywów.

**Należy unikać znacznych transformacji płynności.** Niektóre państwa członkowskie dodały do krajowych ram prawnych własne zasady, aby określić warunki zarządzania przez AFI aktywami uznanymi za mniej płynne, np. nieruchomości lub kredytami. W opinii przedstawionej Parlamentowi Europejskiemu, Radzie i Komisji<sup>(3)</sup> ESMA stara się wykazać, że AFI udzielające kredytów powinny mieć formę funduszy zamkniętych, bez prawa do regularnego umarzania tytułów. W innych jurysdykcjach wprowadzono środki strukturalne w celu eliminacji ryzyka gwałtownej wyprzedaży w razie masowego składania zleceń umorzenia. Jeśli na przykład znacząca część portfela będzie niepłynna, wymaga się zamkniętej formy z uwagi na charakter aktywów posiadanych przez przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania. Zarządzający funduszem może dać inwestorom możliwość występowania o umorzenie przez cały czas istnienia AFI jedynie wtedy, kiedy zostały spełnione określone warunki. Umorzenia takie powinny być dostępne w stałych odstępach czasu, tak jak np. określono w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760<sup>(4)</sup>.

**W niniejszym zaleceniu zachęca się ESMA do sporządzenia wykazu aktywów, które są z natury mniej płynne.** W regulacjach nie ma obecnie definicji aktywów płynnych i mniej płynnych (zob. ramka 5), choć celem nie jest proponowanie takiej definicji, lecz upowszechnianie spójnego podejścia do stosowania wyżej wymienionych przepisów dyrektywy 2011/61/UE. Pojęcie „mniej płynne” uwzględnia także fakt, że niepłynność aktywów występuje rzadko i nigdy nie jest całkowita.

**W związku z potrzebą zapewnienia spójności między sektorami ESMA powinna podczas sporządzania wykazu konsultować się z EUNB i EIOPA.** Oznaczenie jakichkolwiek aktywów przez regulatora jako płynne lub mniej płynne stanowi sygnał dla uczestników rynku. Ponadto bez względu na to, kto sprzedaje dane aktywa (podmiot podlegający bądź niepodlegający regulacji, bank bądź niebank), podczas napięć na rynku pula nabywców jest zasadniczo taka sama. Dlatego też pożądanym jest, by podejścia nadzorcze były spójne<sup>(5)</sup>.

**Wykaz aktywów z natury mniej płynnych powinien obejmować aktywa, których w czasie napięć rynkowych nie można łatwo i szybko zamienić na gotówkę z jedynie niewielką utratą wartości.** W analizie płynności aktywów należy uwzględnić m.in. czas potrzebny na ich upłynnienie bez dużego dyskonta podczas napięć na rynku. Sporządzając wykaz, ESMA powinna w szczególności wziąć pod uwagę nieruchomości, papiery wartościowe nienotowane na giełdzie (w tym akcje prywatne), kredyty i inne aktywa alternatywne. Nie należy w nim umieszczać aktywów, które w normalnych warunkach rynkowych można sprzedać bez dużego dyskonta, gdyż niniejsze zalecenie odnosi się do problemów strukturalnych związanych z aktywami, które z natury są mniej płynne.

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

<sup>(2)</sup> „EU Shadow Banking Monitor”, ERRS, listopad 2017.

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

<sup>(4)</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760 z dnia 29 kwietnia 2015 r. w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych (Dz.U. L 123 z 19.5.2015, s. 98).

<sup>(5)</sup> Potrzeba współpracy organów regulacyjnych w takich sprawach wydaje się powszechnie akceptowana (np. art. 46 ust. 3 i art. 11 ust. 15 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.U. L 201 z 27.7.2012, s. 1), określające techniki ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego).

**Jeśli fundusz inwestycyjny oferuje ekspozycję na aktywa mniej płynne, jego zarządzający może mieć dostęp do rozwiązań, które można wprowadzić w celu przeciwdziałania ryzyku płynnościowemu<sup>(1)</sup>.** W takiej sytuacji zarządzający powinien wykazać właściwemu organowi krajowemu – zarówno w momencie ustanowienia funduszu, jak i potem na bieżąco (tj. w czasie procesu uzyskiwania zezwolenia i po jego uzyskaniu w przypadku funduszy inwestycyjnych objętych procedurą zatwierdzenia) – że jest w stanie realizować swoją strategię inwestycyjną w każdych możliwych do przewidzenia warunkach rynkowych. Uwzględniając wszelkie regulacje dotyczące danego funduszu i zgodnie z przyjętą polityką inwestycyjną, zarządzający funduszem może zapewniać spójność między strategią inwestycyjną a profilem umorzeniowym funduszu – zarówno na etapie konstruowania funduszu, jak i podczas bieżącej działalności – na różne sposoby<sup>(1)</sup>. Należą do nich:

- rodzaj podmiotu (np. zamknięty fundusz inwestycyjny, europejski długoterminowy fundusz inwestycyjny),
- polityka w zakresie umarzania,
- polityka inwestycyjna, w tym wewnętrzne limity dla aktywów ujętych w wykazie, bufor płynnych aktywów, dywersyfikacja (pod względem ekspozycji lub kontrahentów) i limity wielkości funduszu w relacji do rynku bazowego,
- korzystanie z alternatywnych narzędzi zarządzania płynnością,
- procedury zarządzania ryzykiem, w tym np. określenie odpowiednich progów, klasyfikacja aktywów według przedziałów płynności, monitorowanie koncentracji inwestorów oraz oczekiwane tendencje w zakresie umorzeń.

W szczególności należy poinformować właściwy organ krajowy o stosowaniu limitów wewnętrznych w momencie tworzenia funduszu, a następnie po każdej zmianie limitów, oraz udostępniać te informacje na żądanie nadzorca. Należy także wprowadzić zasady ujawniania informacji inwestorom, na podstawie wskazówek, które ma opracować ESMA.

**Obowiązek wykazywania, że fundusz przestrzega strategii inwestycyjnej, może być nadmiernie uciążliwy dla zarządzających małymi funduszami.** Dlatego właściwe organy krajowe powinny mieć pewien margines swobody w opracowaniu mechanizmu, który umożliwi ZAFI wykazanie tej zgodności. Właściwe organy krajowe mogą np. brać pod uwagę wyniki testów warunków skrajnych.

**W prawodawstwie unijnym nie ma jednolitej definicji pojęcia „płynność”, na podstawie której można by sporządzić wykaz aktywów mniej płynnych.** W każdym akcie prawnym kwestia płynności jest traktowana inaczej, w zależności od przeznaczenia danego aktu (zob. ramka 5). Przykłady podejść stosowanych na szczeblu krajowym można znaleźć w dokumencie konsultacyjnym FCA na temat aktywów niepłynnych i otwartych funduszy inwestycyjnych<sup>(2)</sup>, w którym wskazano szereg wspólnych cech takich aktywów:

- aktywa te nie znajdują się w obrocie na rynku regulowanym,
- między podażą a popytem może występować znacząca nierównowaga,
- wynegocjowanie ceny i innych warunków transakcji między kupującym a sprzedającym prawdopodobnie wymaga pewnego czasu,
- proces wyceny aktywów jest złożony,
- fizyczne aktywa są zwykle kupowane i sprzedawane w całości,
- z powodu powyższych czynników i innych potencjalnych komplikacji, takich jak ograniczenia dotyczące swobodnego przekazania tytułu własności, przeprowadzenie transakcji zajmuje długi czas.

#### Ramka 5: Pojęcie płynności w legislacji unijnej

**Dyrektywa 2007/16/WE dotycząca aktywów kwalifikowanych nakazuje UCITS inwestowanie przede wszystkim w aktywa płynne i zawiera szczegółowe zasady w sprawie kwalifikacji zbywalnych papierów wartościowych, instrumentów rynku pieniężnego i instrumentów pochodnych.** Co do zasady zbywalne papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego można uznać za płynne, jeśli są dopuszczone do obrotu lub znajdują się w obrocie na rynku regulowanym. Nie ma jednoznacznej definicji aktywów mniej płynnych, ale w świetle dyrektywy 2009/65/WE uznaje się je za niekwalifikowane. Dotyczy to zwłaszcza takich aktywów jak towary fizyczne i nieruchomości.

<sup>(1)</sup> „IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration”, sprawozdanie z konsultacji, lipiec 2017.

<sup>(2)</sup> „Illiquid assets and open-ended investment funds”, dokument do dyskusji (DP 17/1), FCA, luty 2017.

Pojęcie płynności pojawia się w szeregu innych unijnych aktów prawnych, wymienionych poniżej.

- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014<sup>(1)</sup> stanowi, że CDPW muszą inwestować wyłącznie w środki pieniężne lub wysoce płynne instrumenty finansowe o minimalnym ryzyku rynkowym i kredytowym. Rozporządzenie to nie podaje jednoznacznej definicji płynności, zawiera natomiast zalecenie, by ESMA, EUNB i ESBC opracowały projekty regulacyjnych standardów technicznych określających instrumenty finansowe, które można uznać za wysoce płynne.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1131<sup>(2)</sup> w sprawie funduszy rynku pieniężnego określa progi płynności dla aktywów, które można uznać za dostarczające płynności dziennej lub tygodniowej, choć pojęcie płynności nie jest jednoznacznie zdefiniowane. Rozporządzenie to opiera się na założeniu, że wczesny termin zapadalności aktywów pomaga zapewnić zwrot środków inwestorom.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE<sup>(3)</sup> obejmuje opis metodologii stosowanej do obliczania płynności instrumentów finansowych innych niż udziałowe, np. obligacji. ESMA rozważa dwie alternatywne metody obliczania płynności: dla każdego instrumentu osobno oraz dla kategorii instrumentów finansowych. Na potrzeby obliczania płynności obligacji ESMA przyjęła ostatecznie w swoich regulacyjnych standardach technicznych pierwszą z tych metod: dla każdego instrumentu osobno.
- W rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013<sup>(4)</sup> zdefiniowano aktywa płynne na potrzeby wyznaczania buforów płynnościowych instytucji kredytowych jako jedyne swobodnie zbywalne aktywa, które można szybko spieniężyć na rynkach prywatnych bez znacznej utraty wartości. W rozporządzeniu tym stosuje się rozróżnienie na aktywa o wyjątkowo wysokiej płynności i jakości kredytowej (aktywa poziomu 1) oraz aktywa o wysokiej płynności i jakości kredytowej (aktywa poziomu 2). Aktywa poziomu 1 obejmują: środki pieniężne, depozyty w banku centralnym, obligacje emitowane lub gwarantowane przez rządy unijne oraz obligacje zabezpieczone spełniające pewne kryteria. Aktywa poziomu 2 obejmują: obligacje wyemitowane przez rządy państw trzecich i podmioty publiczne, a także obligacje zabezpieczone i korporacyjne o odpowiedniej jakości kredytowej. Zalicza się do nich także wysokiej jakości ekspozycje sekurytyzacyjne i akcje wchodzące w skład jednego z głównych indeksów giełdowych.

**Przydatną podstawą do opracowania unijnej metodologii oceny płynności i listy aktywów mniej płynnych może być podejście stosowane przez amerykańską SEC.** Zgodnie z tym podejściem „niepłynności” zasobu aktywów nie definiuje się w ujęciu bezwzględnym, lecz biorąc pod uwagę także jego wielkość (np. zasoby aktywów funduszu inwestycyjnego). Zob. ramka 6.

#### **Ramka 6: Złożona ocena płynności stosowana przez SEC**

SEC odniosła się do kwestii płynności w wydanym niedawno orzeczeniu<sup>(5)</sup>, w którym wprowadza zmiany do sposobu wykazywania ryzyka płynnościowego przez otwarte fundusze inwestycyjne. W orzeczeniu tym przedstawia nowy schemat klasyfikacji płynności, służący do określania płynności inwestycji na podstawie tego, w ciągu ilu dni można ją spieniężyć bez znacznej zmiany jej wartości rynkowej. Ściśle mówiąc, jak sugeruje SEC, ze sklasyfikowania inwestycji jako niepłynnej należy wnosić, że nie można racjonalnie oczekiwać możliwości sprzedania tej inwestycji w ciągu siedmiu dni kalendarzowych bez znacznego uszczerbku dla jej wartości rynkowej. Ponadto SEC wymaga, by przy podejmowaniu decyzji, czy dana inwestycja jest płynna czy niepłynna, fundusze inwestycyjne brały pod uwagę wielkość pozycji oraz głębokość rynku obrotu.

Orzeczenie SEC nakłada na zarządzających funduszami wymóg dokonywania oceny i przeglądu ryzyka płynnościowego co najmniej raz w roku, na podstawie różnych czynników: strategii, przepływów pieniężnych, dostępnych środków pieniężnych i czynników dotyczących funduszy typu ETF. Taki proces oceny uzasadniono obawami SEC, że rozwiązanie polegające tylko na zaznaczeniu pól w formularzu mogłoby łatwo doprowadzić do takiej oceny płynności, która nie odzwierciedlałaby faktycznej zdolności funduszu do zbycia całego lub części portfela na pokrycie umorzeń bez wywołania skutków dla rynku.

<sup>(1)</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywę 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz.U. L 257 z 28.8.2014, s. 1).

<sup>(2)</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1131 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie funduszy rynku pieniężnego (Dz.U. L 169 z 30.6.2017, s. 8).

<sup>(3)</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349).

<sup>(4)</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.U. L 176 z 27.6.2013, s. 1).

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

Ponadto SEC wymaga, by fundusze inwestycyjne podczas klasyfikacji płynności inwestycji w swoich portfelach brały pod uwagę czynniki rynkowe, handlowe i specyficzne dla danej inwestycji, choć nie przedstawia szczegółowych wyjaśnień w tym zakresie.

Na przykład niektóre papiery stałodochodowe mają zwykle niską częstotliwość obrotu. Nie musi to jednak oznaczać, że dany papier jest niepłynny – fundusz i tak może być w stanie sprzedać go wystarczająco szybko. Bardziej miarodajne szacunki można uzyskać przez ocenę zestawu mierników zaproponowanego przez SEC<sup>(1)</sup>. Tego rodzaju złożona ocena płynności może obejmować czynniki oparte na charakterystyce danego papieru pod względem aktywów, rynku i portfela, jak opisano poniżej.

- Czynniki związane z aktywami opierają się na strukturze tych aktywów. Im trudniejszy do wycenienia i im mniej zgodny ze standardami jest dany papier wartościowy, tym bardziej jest zwykle niepłynny. Ponadto w wypadku instrumentów stałodochodowych płynność może zależeć od takich cech jak termin zapadalności, rating i data emisji.
- Czynniki rynkowe dotyczą emisji i wtórnego rynku danego instrumentu. Zwykle im więcej jest rynków, na których można nim obracać, tym mniej jest on niepłynny. Do czynników związanych z jakością rynku należą także liczebność, różnorodność i jakość jego uczestników. Mogą one także dotyczyć kosztu zawierania transakcji na tym rynku i zależeć od kosztów upłynnienia, jakie mogą wiązać się z prowadzeniem operacji w innym kraju i innej walucie.
- Czynniki handlowe to mierniki związane z ceną danego papieru wartościowego i wolumenem obrotu. Do pomiaru potencjalnej niepłynności można wykorzystać spready między cenami kupna i sprzedaży, a także wolumen i częstotliwość obrotu. Na przykład dane historyczne o wolumenie mogą pozwolić oszacować maksymalny wolumen, na podstawie którego można ocenić wpływ rynkowy danej transakcji.
- Czynniki portfelowe to miary dotyczące konkretnego portfela. Fundusze inwestycyjne powinny uwzględniać wielkość swojej ekspozycji w relacji do dziennego wolumenu obrotów i kwot należności. Należy jednak także brać pod uwagę relację danych aktywów do aktywów z innych portfeli (np. instrumentów pochodnych). Wreszcie – niepłynność może także wynikać ze skupienia ekspozycji portfelowych: wysokie podobieństwo wszystkich aktywów w posiadaniu funduszu inwestycyjnego i ten sam rynek obrotu nimi mogą być źródłem niepłynności.

Ponieważ podejście SEC może stanowić przydatną podstawę do sformułowania przyszłej europejskiej definicji płynności, warto, by podejście unijne było do niego ściśle dopasowane. Z punktu widzenia polityki dostosowanie tych podejść przyniosłoby dodatkową korzyść: jeśli unijne i amerykańskie ramy prawne będą ogólnie podobne, mogą stanowić de facto standard światowy, na podstawie którego można by oceniać niepłynność w funduszach inwestycyjnych.

## II.2.2. Niezamierzone skutki

**Jeśli chodzi o aktywa, wprowadzenie przez zarządzającego limitów wewnętrznych nie pozwoli całkowicie wyeliminować przewagi pierwszego gracza.** Inwestorzy chcący wyjść z funduszu wcześniej i tak mogą dążyć do przejścia płynnych aktywów, aby nie zablokować się w niepłynnym funduszu. Ponieważ jednak dostępność płynnych aktywów zwiększyłaby zaufanie, że fundusz będzie w stanie realizować umorzenia, ryzyko wybuchu paniki wśród inwestorów powinno się ogólnie zmniejszyć.

**Wprowadzenie wewnętrznego limitu mogłoby niepotrzebnie ograniczyć możliwość korzystania przez zarządzającego funduszem z dostępnych płynnych aktywów do realizacji zleceń umorzenia.** Miałoby to na przykład miejsce, gdyby zarządzający nie mógł wykorzystać płynnych aktywów bez przekroczenia wewnętrznego limitu. Nie należy jednak przeceniać istotności tej kwestii. W świetle dyrektywy 2011/61/UE przekroczenie limitu nie musi samo w sobie wymagać podjęcia działań przez ZAFI, ponieważ jest uzależnione od faktów i okoliczności, a także granic tolerancji ustalonych przez ZAFI. Limity te mogłyby powodować uruchomienie stałych działań monitorujących lub naprawczych, zależnie od okoliczności.

<sup>(1)</sup> W dokumencie SEC wymieniono dziewięć czynników, na podstawie których klasyfikuje się ekspozycje portfelowe w dane aktywa.

**W najgorszym przypadku dodanie pewnych aktywów do wykazu mogłoby mieć skutki procykliczne: wywołać sprzedaż tych aktywów i spowodować załamanie ich ceny.** Zarządzający mogłoby być zmuszony do sprzedania danych aktywów, by zmieścić się w nowych limitach wewnętrznych, lub do podjęcia działań wyprzedzających wobec spodziewanej reakcji inwestorów i w ten sposób sam wywołać problem, któremu miało zapobiec stworzenie wykazu. Ponadto „napiętnowanie” pewnych aktywów z powodu braku płynności mogłoby całkowicie zniechęcić niektóre fundusze inwestycyjne do inwestowania w nie, co miałyby reperkusje dla funkcjonowania rynków finansowych. Z tych powodów wykaz powinien obejmować jedynie te aktywa, które są „z natury” mniej płynne, przy czym cechę tę powinni już wcześniej rozpoznać sami uczestnicy rynku. Ponadto inwestorzy inwestujący w aktywa z natury mniej płynne z góry oczekiwaliby, że polityka inwestycyjna zarządzającego będzie spójna z ich polityką w zakresie umorzeń, tak jak przewidziano to w dyrektywie 2011/61/UE. Wreszcie – po dodaniu aktywów do wykazu trzeba będzie zastosować rozwiązania przejściowe, aby dać zarządzającemu czas na dostosowanie się i zapobiec wymuszonej wyprzedzaży.

**Jeśli chodzi o pasywa, zmniejszenie częstotliwości umorzeń prawdopodobnie przełoży się na wzrost wolumenu transakcji, co w sytuacji napięć rynkowych może wpłynąć na ceny.** Fundusz nie musiałby radzić sobie z regularnym odpływem środków, tylko gromadziłby większą liczbę zleceń, które byłyby potem realizowane jednocześnie. Jednym ze sposobów zapewnienia tego byłoby wprowadzenie terminów zapowiedzi<sup>(1)</sup>, odzwierciedlających spodziewany czas potrzebny na zbycie aktywów bazowych. Drugim sposobem byłoby stosowanie systemu kolejki, aby zlecenia umorzenia nie musiały być realizowane w najbliższym momencie wyceny po ich otrzymaniu przez zarządzającego. Zarządzający byłby wtedy nawet w stanie obliczyć wcześniej, ile płynności będzie potrzebna na zrealizowanie zleceń, i odpowiednio do tego przystąpić do zbywania inwestycji. Dzięki temu zmniejszyłoby się ryzyko, że trzeba będzie przeprowadzić te transakcje po zaniżonych cenach.

**Należy wreszcie przyznać, że istnieje ryzyko arbitrażu regulacyjnego.** Dotyczy ono: 1) niepodlegających regulacjom AFI, których nie obejmuje rozporządzenie; oraz 2) zarejestrowania funduszu przez zarządzającego jako UCITS w celu dokonania dużej inwestycji w aktywa ujęte w wykazie jako z natury mniej płynne, jeśli są one kwalifikowane do nabywania przez UCITS. Jednak w tym drugim scenariuszu fundusz podlegałby przepisom dyrektywy 2009/65/WE, które są pod pewnymi względami bardziej rygorystyczne od przepisów dyrektywy 2011/61/UE. Osłabia to zachętę do rejestracji funduszu jako UCITS w celu ominięcia ograniczeń mających zastosowanie do AFI.

### II.3. Zalecenie C – Testy warunków skrajnych

#### II.3.1. Uzasadnienie ekonomiczne i zamierzone skutki

**Celem mikroostrożnościowych testów warunków skrajnych jest poprawa zarządzania ryzykiem i portfelami na poziomie pojedynczych funduszy inwestycyjnych i zarządzających funduszami.** W testach tych symuluje się ekstremalne lub niekorzystne – ale możliwe – warunki gospodarczo-finansowe, aby badać ich konsekwencje dla wyników danego funduszu i jego zdolności do realizacji zleceń umorzenia, nawet z obniżoną NAV. Prowadzona w ramach testów analiza scenariuszy pozwala lepiej zrozumieć ryzyka, jakie mogą wystąpić wskutek potencjalnych zmian warunków rynkowych i niekorzystnie wpłynąć na zarządzane portfele. W normalnych warunkach rynkowych testy te umożliwiają identyfikację potencjalnych słabości produktów lub strategii inwestycyjnych i pomagają spółkom zarządzającym portfelami odpowiednio dostosować sposób zarządzania ryzykiem portfelowym i przygotować się operacyjnie na ewentualny kryzys. Podczas kryzysu testy warunków skrajnych ułatwiają dostosowanie się do jego specyfiki, zarządzanie kryzysowe i przekazywanie informacji organowi restrukturyzacyjno-likwidacyjnemu. Są zatem narzędziem ułatwiającym zarządzanie ryzykiem i podejmowanie decyzji.

**Fundusze inwestycyjne mają różne cechy, które w całości wpływają na ryzyko płynnościowe danego funduszu, a zatem – na sposób opracowania miarodajnego testu na poziomie funduszu.** Po stronie aktywów do specyficznych cech należą np. główne rynki i instrumenty, strategia inwestycyjna i jej horyzont czasowy, ukierunkowanie geograficzne, koncentracja portfeli, obroty w portfelach i typowa wielkość transakcji. Cechy specyficzne po stronie pasywów to baza inwestorów danego funduszu – detaliczni, instytucjonalni lub kombinacja obu kategorii; każda kategoria ma właściwą sobie strukturę portfela i potrzeby płynnościowe, potencjalnie też własne wymogi regulacyjne (banki, firmy ubezpieczeniowe i fundusze emerytalno-rentowe), a zatem wykazuje określone zachowania inwestycyjne. Szczególnie istotna jest koncentracja kategorii inwestorów w danym funduszu, gdyż wysoka koncentracja może prowadzić do jednoczesnego wystąpienia dużej liczby zleceń umorzenia.

<sup>(1)</sup> Należy zauważyć, że stosowanie terminów zapowiedzi wiąże się z praktycznymi trudnościami z powodu opóźnienia między złożeniem zlecenia a jego realizacją. W szczególności zachęcałoby to fundusze podążające za benchmarkiem do zawierania transakcji jak najpóźniej przed upływem terminu zapowiedzi, by osiągnąć jak najwyższe wyniki, nawet gdyby miałyby to wyrzucić negatywny wpływ na rynek.

**Z uwagi na różnorodność funduszy inwestycyjnych nie stosuje się obowiązkowych specyfikacji scenariuszy testów warunków skrajnych.** Dlatego parametry, zakres, częstotliwość i stopień złożoności testów w całej branży są obecnie zróżnicowane. Istnieją jednak rozsądne, rozpowszechnione podejścia obejmujące obie strony bilansu. Testy sprawdzające stronę pasywów funduszu polegają na symulacji umorzeń. Symulacje te kalibruje się zwykle na podstawie analizy stabilności pasywów, która z kolei zależy od rodzaju inwestorów i koncentracji pasywów. Symulacje mogą obejmować: historyczne lub hipotetyczne scenariusze umarzania, dokonywanie umorzeń przez największych inwestorów, umorzenia na najwyższym dotąd zaobserwowanym poziomie oraz analizę trendów rynkowych i grup podobnych podmiotów. Testy warunków skrajnych mogą także obejmować stronę aktywów, czyli polegać na symulacji płynności aktywów funduszu przy różnych warunkach rynkowych. W takiej symulacji bada się zdolność funduszu do zbycia aktywów bez większego uszczerbku dla ich ceny. Scenariusze mogą obejmować: zmniejszenie wolumenu obrotów określonymi instrumentami lub w określonych segmentach rynku (straty poniesione po wzroście spreadu między cenami kupna i sprzedaży), oszacowanie maksymalnej kwoty możliwej do upłynnienia w ciągu jednego dnia oraz oszacowanie czasu potrzebnego na upłynnienie aktywów wg rodzajów aktywów funduszu (np. w podziale na przedziały płynności); powinny także uwzględniać interakcję rynkową i ryzyko płynnościowe dla danych aktywów.

**Oczekuje się, że wytyczne dotyczące indywidualnych praktyk prowadzenia testów warunków skrajnych pozwolą zmniejszyć ryzyko płynnościowe na poziomie zarówno pojedynczych funduszy, jak i całego systemu, oraz poprawić umiejętności podmiotów w zakresie zarządzania płynnością w sposób korzystny dla inwestorów, w tym ograniczyć okresy nieoczekiwanych umorzeń.** Testy warunków skrajnych to narzędzia wspierające analizę silnych punktów już stosowanych strategii. Testy powinny wykryć ich słabości i przygotować fundusz na potencjalny kryzys. Jeśli stosuje się je prawidłowo jako narzędzia pomagające w zarządzaniu ryzykiem i podejmowaniu decyzji, powinny zmniejszyć ryzyko płynnościowe na poziomie pojedynczych funduszy i w ten sposób przyczynić się do obniżenia ryzyka płynnościowego na poziomie całego systemu.

**Wytyczne powinny pomóc w usunięciu niedociągnięć w procedurach testowych, co wykazała ankieta ERRS na temat praktyki prowadzenia testów warunków skrajnych.** Po wydaniu wytycznych przez ESMA podmioty powinny lepiej rozumieć, jaki jest minimalny poziom wymagań w zakresie testów warunków skrajnych, i zająć się niedociągnięciami testów, w tym stosowaniem zbyt małej redukcji wartości, częstotliwością prowadzenia testów i bezrefleksyjnym korzystaniem z danych historycznych. Według tych wytycznych częstotliwość i kształt testu powinny zależeć od specyfiki zarówno funduszu, jak i spółki zarządzającej. Wytyczne mają też z założenia zobowiązywać spółki, by przy opracowywaniu kształtu testu stosowały taki poziom powagi, z jakim prawdopodobnie mogą się zetknąć na rynku. Wreszcie – z uwagi na różnorodność sektora funduszy inwestycyjnych stopień złożoności testu powinien być dobrany do profilu ryzyka i profilu umorzeń danego funduszu; nie należy dążyć do nadmiernej zgodności scenariuszy testowych. Wytyczne powinny przyczynić się do prowadzenia testów na poziomie funduszy w sposób dokładniejszy i bardziej odpowiedni, co ograniczy wątpliwości co do wielkości ryzyka na poziomie całego systemu.

**Zalecenie C jest zgodne z obowiązkiem ESMA określonym w rozporządzeniu (UE) 2017/1131, żeby wydać wytyczne dotyczące testów warunków skrajnych w funduszach rynku pieniężnego.** Zgodnie z tym rozporządzeniem ESMA ma przedstawić wytyczne dotyczące wspólnych parametrów referencyjnych dla scenariuszy testów warunków skrajnych.

**Zarządzający funduszami powinni regularnie przeprowadzać testy warunków skrajnych w zarządzanych przez siebie funduszach.** Testy te są wymagane w przypadku zarówno UCITS, jak i AFI, z wyjątkiem AFI będących funduszami zamkniętymi niestosującymi dźwigni finansowej oraz UCITS, w przypadku których nie uważa się tego za odpowiednie (art. 40 ust. 3 dyrektywy 2010/43/UE; art. 16 ust. 1 dyrektywy 2011/61/UE; art. 48 rozporządzenia delegowanego (UE) nr 231/2013). W przypadku obu rodzajów funduszy testy warunków skrajnych pozwalają zarządzającym nimi ocenić ryzyko płynnościowe w normalnych i wyjątkowych warunkach płynnościowych. Zgodnie z przepisami dyrektywy 2011/61/UE dotyczącymi sprawozdawczości wyniki testów warunków skrajnych należy przekazać właściwemu organowi krajowemu oraz udostępnić te informacje ESMA i ERRS. Rozporządzenie (UE) 2017/1131 określa szczegółowe obowiązki funduszy rynku pieniężnego w zakresie testów warunków skrajnych, które mogą być również przydatne dla funduszy inwestycyjnych innego rodzaju.

**Obowiązki sprawozdawcze UCITS w zakresie testów warunków skrajnych są określone mniej szczegółowo od obowiązków AFI.** Jest to odzwierciedleniem innych cech aktywów i pasywów UCITS (tj. definicji aktywów kwalifikowanych, które powinny być płynne, a także bazy inwestorów, obejmującej głównie inwestorów detalicznych) oraz odmiennego otoczenia regulacyjnego.



W przypadku AFI przepisy dotyczące testów warunków skrajnych, zawarte w rozporządzeniu delegowanym (UE) nr 231/2013, są bardziej szczegółowe.

- a) Testy warunków skrajnych powinny polegać na symulacji niedoboru płynności i nietypowych zleceń umorzenia. Jako minimum należy uwzględnić zlecenia najnowsze i te oczekiwane w przyszłości i przeanalizować, ile czasu potrzeba na ich realizację. Test powinien także obejmować zbadanie czynników rynkowych, np. tego, jaki kurs walutowy może wpłynąć na profil kredytowy ZAFI lub AFI. Zastosowane podejście powinno także obejmować wrażliwość wyceny w warunkach napięć.
- b) Częstotliwość prowadzenia testu, która nie może być rzadsza niż raz w roku, zależy od profilu ryzyka danego AFI, będącego pochodną strategii inwestycyjnej, profilu płynności, rodzaju inwestorów i polityki w zakresie umorzeń. Jeżeli testy warunków skrajnych wskazują, że ryzyko płynnościowe jest wyższe od oczekiwanego, w odniesieniu do kształtu danego AFI oraz odpowiedniości zasad i procedur zarządzania ryzykiem ZAFI powinien uwzględnić interes wszystkich inwestorów.

**Ankieta ERRS w sprawie praktyki prowadzenia testów warunków skrajnych przez zarządzających funduszami pokazała, że większość z nich regularnie prowadzi takie testy.** Około 93 % spośród zarządzających funduszami, których objęła ankieta ERRS <sup>(1)</sup>, regularnie poddaje testom warunków skrajnych wszystkie zarządzane przez siebie fundusze i prowadzi dodatkowe testy (lub jest w stanie je przeprowadzić), gdy tylko nastąpią nieoczekiwane istotne zmiany. Z uwagi na różnorodność ankietowanych zarządzających i funduszy przegląd ujawnił także znaczne różnice w częstotliwości prowadzenia testów, rodzaju scenariuszy stosowanych przez zarządzających oraz stopniu złożoności testów (zob. punkty poniżej):

- **Choć częstotliwość prowadzenia testów warunków skrajnych powinna zależeć przede wszystkim od specyfiki funduszu inwestycyjnego, niewielu zarządzających stosuje częstotliwość odpowiednią dla danej specyfiki.** Zamiast tego stosują oni w odniesieniu do wszystkich zarządzanych funduszy częstotliwość specyficzną dla danej spółki zarządzającej. Dzieje się tak nawet w przypadku dużych przedsiębiorstw inwestycyjnych, które zarządzają wieloma różnymi rodzajami funduszy. Spośród zarządzających, którzy prowadzą testy warunków skrajnych zgodnie z częstotliwością odpowiednią do specyfiki funduszu, znaczna część stosuje rozróżnienie na UCITS i AFI, zamiast stosować różne częstotliwości wobec funduszy o różnej strukturze portfeli.
- **Duża część zarządzających funduszami stosuje różne scenariusze płynności, odpowiadające zwykle różnym warunkom rynkowym.** Podstawowym elementem każdego testu warunków skrajnych jest scenariusz bazowy, który przedstawia bardzo skrajne warunki rynkowe. Jednak powaga scenariuszy warunków skrajnych zastosowanych przez różnych zarządzających była mocno zróżnicowana. W przypadku niektórych scenariuszy wydaje się wysoce wątpliwe, czy przedstawione warunki rynkowe można w ogóle uznać za skrajne. Po stronie aktywów redukcje wartości są po części dość małe, a przez to – mniej odpowiednio do oddania znacznych zmian płynności rynku. Po stronie pasywów fundusze, które w przeszłości nie doświadczyły presji na umarzenie tytułów, nie powinny opierać swoich scenariuszy w tym zakresie wyłącznie na danych historycznych.
- **W związku ze znacznym zróżnicowaniem rodzajów zarządzających funduszami i samych funduszy inwestycyjnych także złożoność scenariuszy testów warunków skrajnych stosowanych przez zarządzających jest bardzo różna.** Niektórzy zarządzający stosują proste scenariusze hipotetyczne niepoparte żadnymi danymi, inni natomiast opracowują scenariusze dla konkretnych funduszy za pomocą złożonych metod statystycznych. Różnorodny scenariusz dotyczący płynności jest z natury trudny do zdefiniowania. W porównaniu z ryzykiem rynkowym, dla którego dostępnych jest mnóstwo informacji, modelowanie testów warunków skrajnych dla płynności jest dużo bardziej skomplikowane. Po stronie aktywów opracowanie modelu profilu płynności w warunkach skrajnych może być nadzwyczaj trudne, zwłaszcza w wypadku aktywów, dla których nie ma łatwo dostępnych danych (np. instrumentów stałochodowych). Po stronie pasywów przewidywanie zachowania inwestorów w razie wystąpienia napięć na rynku także nie jest proste i zależy od rozmaitych czynników, np. relacji liczby inwestorów instytucjonalnych do detalicznych lub odsetka klientów reagujących na zmiany z opóźnieniem. Problem ten jest jeszcze wyraźniejszy w wypadku UCITS, gdyż zarządzający takimi funduszami mają zwykle mało informacji o profilu inwestorów. Rola kwestii regulacyjnych w modelowaniu scenariuszy wydaje się niewielka. Zatem scenariusze testów warunków skrajnych opracowuje się zgodnie z kategorią aktywów, na które fundusz ma ekspozycję, oraz obowiązującym w nim harmonogramem umorzeń.

<sup>(1)</sup> Głównym celem ankiety ERRS było uzyskanie ogólnego obrazu praktyki prowadzenia testów warunków skrajnych przez zarządzających funduszami europejskimi, przede wszystkim w celu przeanalizowania, w jakim stopniu testy w poszczególnych funduszach objęły warunki skrajne w zakresie płynności (tj. zdolność funduszu do realizacji znacznych zleceń umorzenia). Ankieta objęła 274 zarządzających unijnymi funduszami. Zawierała pytania o stosowane przez nich praktyki zarządzania bieżącym ryzykiem płynnościowym i prowadzenia testów warunków skrajnych.

**Test warunków skrajnych należy prowadzić dla różnych warunków, np. nietypowej ilości zleceń umorzenia i nietypowego kształtowania się cen aktywów**, potencjalnie uwzględniając takie zdarzenia jak niewykonanie zobowiązania przez kontrahenta i inne czynniki ryzyka (np. polityczne). ESMA powinna przedstawić wytyczne co do rodzaju scenariuszy, jakie fundusz inwestycyjny powinien brać pod uwagę podczas opracowywania testu warunków skrajnych. Powinny one obejmować scenariusze oparte na przeszłych ruchach cen i scenariusze hipotetyczne. W scenariuszach historycznych opracowuje się parametry testu na podstawie wcześniejszego kryzysu i oblicza, jaki wpływ wywarłby on na dany fundusz. Ponieważ przyszłe kryzysy prawdopodobnie będą inne niż przeszłe, a także dlatego, że trudno jest dokładnie odtworzyć wcześniejszy kryzys, testy warunków skrajnych nie powinny opierać się wyłącznie na scenariuszach historycznych. Scenariusze hipotetyczne mogą bazować na szokach gospodarczych lub cechach behawioralnych inwestorów bądź zarządzającego. Projektując takie scenariusze, należy dopasować je do specyficznych wrażliwych punktów funduszu i jego strategii.

**Dopełnieniem całej rundy testów powinien być odwrotny test warunków skrajnych.** Przeprowadzenie testu odwrotnego może dostarczyć przydatnych informacji o zachowaniu funduszu aż do granicy upadłości. Osłabia on zależność od scenariuszy historycznych i możliwości opracowania scenariuszy hipotetycznych. Odwrotne testy warunków skrajnych umożliwiają też zarządzającym funduszami pełne zbadanie i zrozumienie wszelkiej podatności na ryzyko i jej wyeliminowanie.

**Najlepiej, by testy warunków skrajnych były stosowane na wszystkich etapach istnienia funduszu – od jego założenia przez wszystkie decyzje inwestycyjne aż po likwidację.** Na etapie zakładania funduszu należy prowadzić te testy w celu ustalenia i określenia jego parametrów (np. profilu ryzyka i tolerancji na ryzyko), w tym zwłaszcza relacji między płynnością aktywów bazowych a częstotliwością potencjalnych umorzeń, również przy skrajnych warunkach rynkowych. Można je także stosować, gdy rozważa się zmianę strategii inwestycyjnej bądź regulaminu funduszu albo przy decyzjach inwestycyjnych. A kiedy trzeba opracować plan awaryjny dla funduszu doświadczającego napięć, testy te pozwalają przeanalizować możliwość wykorzystania różnych narzędzi zarządzania płynnością.

**Terminy i częstotliwość prowadzenia testów warunków skrajnych powinny odzwierciedlać specyfikę funduszu: jego wielkość, strategię inwestycyjną, aktywa bazowe, profil inwestorów i potencjalną częstotliwość umorzeń.** Przy portfelu o wysokich obrotach lub szybko zmieniającej się bazie inwestorów profil płynności i ryzyka prawdopodobnie będzie bardziej zmienny. W takiej sytuacji testy warunków skrajnych należy prowadzić częściej niż w wypadku funduszu o stabilnej bazie inwestorów i długich terminach zapowiedzi przed umorzeniem.

**Częstotliwość testów warunków skrajnych może zależeć od rodzaju zastosowanego scenariusza.** Przy scenariuszach historycznych metody statystyczne użyte do ich opracowania można łatwo aktualizować za pomocą nowych danych i parametrów testowych. Jako że proces ten często odbywa się automatycznie, testy można prowadzić częściej. Przy scenariuszach hipotetycznych ocena czynników wpływających na fundusz musi uwzględniać jego specyfikę i mieć charakter bardziej indywidualny, więc ze względu na potrzebę dokonywania szerszej analizy testy tego rodzaju można przeprowadzać rzadziej.

**Niniejsze zalecenie nie odnosi się do makroostrożnościowych testów warunków skrajnych.** Jest to dziedzina wymagająca jeszcze dalszych prac. Ze względu na ograniczenia dotyczące danych i technik modelowania nie można obecnie stosować takich modeli jako skutecznych narzędzi nadzorczych. ERRS analizuje teraz rolę makroostrożnościowych testów warunków skrajnych w ocenie ryzyka dla stabilności finansowej wywoływanych przez fundusze inwestycyjne.

### II.3.2. Niezamierzone skutki

**Konkretne wytyczne dotyczące testów warunków skrajnych mogłyby doprowadzić do tego, że zarządzający funduszami zachowywaliby się w sposób bardziej podobny czy jednolity**, a w ostatecznym rozrachunku – do ujednolicenia ekspozycji na aktywa w funduszach inwestycyjnych (jednostronnego zajmowania pozycji). Rezultatem mogłoby być wyższe ryzyko przyszłych stadnych zachowań inwestorów i systemowe ryzyko finansowe. W dodatku – zwłaszcza w wypadku zarządzających małymi funduszami – skutkiem wydania dalszych wytycznych byłaby konieczność dodatkowych testów warunków skrajnych, a przez to także wyższe koszty.

## II.4. Zalecenie D – Sprawozdawczość UCITS

### II.4.1. Uzasadnienie ekonomiczne i zamierzone skutki

#### Zalecenie D(1) – Obowiązki sprawozdawcze UCITS i spółek zarządzających UCITS

**Brak zharmonizowanych ram sprawozdawczych obejmujących wszystkie państwa członkowskie jest obecnie przeszkodą dla prowadzenia wszechstronnej oceny i monitorowania potencjalnego udziału UCITS w ryzykach dla stabilności finansowej.** Choć w wielu jurysdykcjach unijnych określono obowiązki sprawozdawcze UCITS, wyniki ankiety pokazują, że praktyki sprawozdawcze są ogromnie zróżnicowane pod względem częstotliwości, zakresu i przekazywanych danych<sup>(1)</sup>. Rezultatem jest brak możliwości agregacji danych krajowych i monitorowania rozwoju sytuacji odnośnie do np. ryzyk związanych z płynnością i dźwignią finansową dotyczących UCITS na poziomie całej Unii.

**Statystyki EBC dotyczące funduszy inwestycyjnych nie wystarczą do zapewnienia wszechstronnej oceny i monitorowania ryzyka płynnościowego i ryzyka dźwigni związanego z UCITS.** Choć statystyki EBC umożliwiają organom regulacyjnym monitorowanie sytuacji w sektorze funduszy inwestycyjnych w strefie euro na podstawie informacji o ogólnych kategoriach aktywów i pasywów bilansowych, także według terminów zapadalności, zakres informacji nie wystarczy do opracowania odpowiedniej oceny ryzyka. Przede wszystkim nie ma granularnych danych o instrumentach w obrocie i pojedynczych ekspozycjach; dane te byłyby potrzebne do odpowiedniej oceny kształtowania się płynności portfeli UCITS. Nie można także odpowiednio monitorować wykorzystania dźwigni finansowej, gdyż dostępne dane pozwalają jedynie obliczyć poziom stosowania dźwigni (np. w formie pożyczek). Brak natomiast kompleksowych miar dźwigni, w tym dźwigni syntetycznej (uzyskiwanej za pomocą instrumentów pochodnych). Ponadto obecnie w statystykach EBC nie ma podziału na UCITS i AFI, który jest potrzebny do odpowiedniego monitorowania ryzyka, gdyż te rodzaje funduszy podlegają bardzo różnym systemom regulacyjnym.

**Stworzenie zharmonizowanych ram sprawozdawczych dla UCITS na poziomie całej Unii zapewniłoby skuteczniejsze monitorowanie, a także mogłoby zmniejszyć istniejącą nieefektywność sprawozdawczości i koszty dla właściwych organów i całej branży.** Od wejścia w życie dyrektywy 2011/61/UE zarówno właściwe organy krajowe, jak i ZAFI rozwijają swoje możliwości techniczne i gromadzą doświadczenia w zakresie kompleksowych unijnych ram sprawozdawczych określonych w tej dyrektywie. Jeżeli nowe ramy sprawozdawcze dla UCITS będą opierać się na istniejących technicznych systemach sprawozdawczych, przyniesie to korzyści związane z większą synergią sprawozdawczości zarówno właściwym organom krajowym, jak i spółkom zarządzającym AFI i UCITS lub zarządzającym UCITS podlegającym różnym wymogom sprawozdawczym w różnych jurysdykcjach.

**Podczas tworzenia ram sprawozdawczych dla UCITS Komisja powinna mieć na uwadze, że UCITS podlegają bardziej rygorystycznym regulacjom niż AFI.** W związku z tym do odpowiedniego monitorowania ryzyk dla stabilności finansowej związanych z UCITS wystarczyłyby mniej obszerne ramy sprawozdawcze.

**Komisja powinna też mieć na uwadze inne realizowane obecnie inicjatywy, które mogą mieć wpływ na zharmonizowaną sprawozdawczość.** Powinna uwzględnić informacje ESMA i właściwych organów krajowych na ten temat, a także potencjalne nowe, alternatywne lub zmodyfikowane miary dźwigni opracowywane obecnie przez IOSCO. Pod uwagę należy także wziąć wymogi sprawozdawcze określone w rozporządzeniu (UE) 2017/1131 w sprawie funduszy rynku pieniężnego.

**Wprowadzenie szczegółowych wymogów sprawozdawczych dotyczących płynności poprawiłoby łatwość monitorowania potencjalnego ryzyka systemowego wynikającego z transformacji płynności dokonywanej przez UCITS i występującego w nich niedopasowania płynności.** UCITS podlegają szczegółowym regułom dotyczącym kwalifikacji aktywów, w związku z czym zwykle inwestują w aktywa bardziej płynne, choć niektóre mogą także inwestować w kategorie mniej płynne, np. pewne rodzaje funduszy obligacji (obligacje rynków wschodzących lub wysokodochodowe). Ponieważ UCITS podlegają także ograniczeniom dotyczącym minimalnej częstotliwości umorzeń, mogą rodzić także wyższe ryzyko płynnościowe. W ich wypadku obecne ramy prawne skutkują utrzymującą się potencjalną luką w danych, gdyż UCITS nie muszą składać do właściwych organów krajowych takich sprawozdań jak AFI. Zatem zakres obecnych ram sprawozdawczych nie jest wyczerpujący (dyrektywa 2011/61/UE i dyrektywa 2009/65/WE) i nie obejmuje zharmonizowanych, miarodajnych i łatwych do skonstruowania i interpretacji wskaźników ryzyka płynnościowego. Jest to szczególnie ważne dla monitorowania tego ryzyka z makroostrożnościowego punktu widzenia oraz dla tworzenia miar zagregowanych dla całych branż i jurysdykcji.

<sup>(1)</sup> Na przykład na początku 2016 roku komisja nadzoru nad sektorem finansowym w Luksemburgu (Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF) wprowadziła wymóg sprawozdawania ryzyka przez UCITS i oczekuje od tej branży przedstawiania co pół roku danych dotyczących różnych czynników ryzyka, w tym dźwigni, ryzyka kontrahenta, ryzyka kredytowego i ryzyka płynnościowego. Więcej informacji znajduje się na stronie <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>.

**Aby umożliwić monitorowanie niedopasowania płynności w obrębie UCITS, należy nałożyć na nie obowiązek uwzględniania w sprawozdaniach zarówno aktywów, jak i pasywów.** ZAFI muszą przekazywać dane o profilu płynnościowym swoich AFI, dostarczając przydatnych informacji o (dokonywanej przez ZAFI) ocenie płynności aktywów, w które inwestuje AFI, i strukturze jego inwestorów. Powinno to być także podstawą powiązanej sprawozdawczości UCITS; uzupełnieniem byłyby sprawozdania na temat dostępności i wykorzystania różnych narzędzi zarządzania płynnością dostępnych dla tych przedsiębiorstw. Inne dane sprawozdawcze mogłyby także obejmować np. historyczne informacje o skali umorzeń.

**Zbieranie innych danych ułatwia wszechstronną ocenę potencjalnego udziału UCITS w ryzyku finansowym lub systemowym.** Szczególnie istotne jest źródło dźwigni finansowej, gdyż ta informacja umożliwia odpowiednią ocenę ryzyk wynikających np. ze stosowania przez UCITS dźwigni finansowej. UCITS powinny dostarczać także informacji o m.in. strategii inwestycyjnej, instrumentach, jakimi obracają, i pojedynczych ekspozycjach, o profilu ryzyka rynkowego, profilu ryzyka kontrahenta i ryzyka kredytowego oraz profilu ryzyka płynnościowego. Informacje te mogłyby stanowić wskazówkę co do ryzyka wystąpienia wymuszonej wyprzedaży, koncentracji kontrahentów oraz wzajemnych powiązań z całością systemu finansowego. Zbierane dane powinny także obejmować kategorie ekspozycji na instrumenty pochodne oraz techniki i instrumenty takie jak umowy repo czy transakcje pożyczek papierów wartościowych. Bardzo podobne wymagania zawarte są w wymogach sprawozdawczych dyrektywy 2011/61/UE; można je uzupełnić o kwestie typowe dla UCITS, takie jak efektywność zarządzania portfelem. ZAFI muszą dostarczać informacji o profilu ryzyka i głównych kategoriach aktywów, w jakie inwestuje dany AFI, w tym odpowiednich pozycjach – brutto, długich i krótkich – w instrumentach pochodnych. Od ZAFI wymaga się jednak także podawania informacji o źródłach pożyczek gotówkowych <sup>(1)</sup>.

**Istotna pod względem ekonomicznym część sektora UCITS stosuje strategie, w których użycie dźwigni – także syntetycznej – jest ograniczone jedynie pośrednio.** Jeśli chodzi o korzystanie z dźwigni finansowej poprzez transakcje finansowane z wykorzystaniem papierów wartościowych lub dźwigni syntetycznej poprzez ekspozycje na instrumenty pochodne, UCITS mogą tworzyć ekspozycje jedynie do kwoty – obliczanej wg metody zaangażowania – równej łącznej NAV (zob. ramka 1b). Zgodnie z dyrektywą 2009/65/WE właściwe organy krajowe mogą zezwolić UCITS, by do wyznaczania całkowitej ekspozycji stosowały, zamiast metody zaangażowania, metodę wartości zagrożonej (VaR) lub inną metodę zaawansowanego pomiaru <sup>(2)</sup>. W odniesieniu do tych funduszy możliwość stosowania dźwigni jest ograniczona jedynie pośrednio, przez ograniczenia dotyczące ryzyka rynkowego ponoszonego przez dany fundusz <sup>(3)</sup>. Zatem dla funduszy inwestycyjnych, które stosują metodę bezwzględnej wartości zagrożonej, VaR w ujęciu bezwzględnym nie może przekroczyć 20 % NAV. Z kolei dla funduszy inwestycyjnych stosujących metodę względnej wartości zagrożonej limit wynosi dwukrotność ryzyka straty – według danego modelu VaR – w porównaniu z podobnym portfelem bez dźwigni. Co ważne, metody oparte na VaR pozwalają na stosowanie wyższej dźwigni, niż przy metodzie zaangażowania, zależnie od zmienności aktywów bazowych. Ankieta ERRS, która objęła 11 jurysdykcji unijnych, wskazuje, że na grupę UCITS stosujących do wyznaczania całkowitej ekspozycji metody oparte na VaR przypada między 27 % a 50 % NAV całego unijnego sektora UCITS.

**Należy dążyć do spójnej sprawozdawczości na temat dźwigni dla wszystkich UCITS i wszystkich AFI, która ułatwi monitorowanie tych funduszy z unijnego sektora funduszy inwestycyjnych, dla których nie ma limitu dźwigni.** FSB zaleca, by organy zbierały dane o stosowaniu dźwigni przez fundusze inwestycyjne, monitorowały jej stosowanie przez fundusze, których nie obowiązują limity w tym zakresie lub które mogą rodzić znaczne ryzyko dla systemu finansowego związane z dźwignią, oraz w razie potrzeby podejmowały odpowiednie działania. Jednocześnie IOSCO została poproszona o identyfikację lub opracowanie spójnych miar stosowania dźwigni w funduszach inwestycyjnych, aby umożliwić jej bardziej miarodajne monitorowanie do celów stabilności finansowej oraz pomóc w umożliwieniu bezpośredniego porównywania funduszy na poziomie globalnym do końca 2018 roku <sup>(4)</sup>. Zatem ostatecznym celem powinna być zharmonizowana sprawozdawczość w zakresie dźwigni finansowej, zgodna ze spójnymi miarami dźwigni, które mają zostać opracowane lub zidentyfikowane przez IOSCO. Harmonizacja ram sprawozdawczych UCITS i sprawozdawczości AFI w zakresie dźwigni finansowej na podstawie dyrektywy 2011/61/UE powinna przebiegać zgodnie z tymi zasadami i ułatwić monitorowanie funduszy inwestycyjnych korzystających z dźwigni w obrębie całego unijnego sektora funduszy inwestycyjnych. Komisja powinna więc opracować zharmonizowane ramy dla całej Unii oraz dla wszystkich UCITS i AFI, biorąc przy tym pod uwagę wymiar międzynarodowy oraz dążenie do wypracowania jednolitych podejść do różnych metod obliczania dźwigni (nominalnej, brutto i zaangażowania). Pomogłoby to także w monitorowaniu dźwigni w UCITS, których działalność podlega jedynie pośrednio ograniczeniom w zakresie dźwigni.

<sup>(1)</sup> Zob. przykładowo załącznik IV do rozporządzenia delegowanego (UE) nr 231/2013.

<sup>(2)</sup> Zob. przykładowo art. 41 ust. 3 dyrektywy 2010/43/UE.

<sup>(3)</sup> Zob. wytyczne CESR (poziomu 3) w sprawie pomiaru ryzyka i obliczania ogólnego narażenia na ryzyko i ryzyka kontrahenta w odniesieniu do UCITS („Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS”), 28 lipca 2010.

<sup>(4)</sup> Zob. zalecenia 10 i 11 w „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities”, FSB, styczeń 2017.

Na potrzeby podawania dźwigni według metody zaangażowania zgodnie z dyrektywą 2011/61/UE UCITS musiałyby do ekspozycji mierzonej obowiązującą je metodą zaangażowania dodawać NAV. Obecnie metody używane do obliczania ekspozycji metodą zaangażowania wskazane w dyrektywach 2009/65/WE i 2011/61/UE nieco się różnią. Podczas gdy zgodnie z dyrektywą 2011/61/UE AFI obliczają ekspozycję według metody zaangażowania jako sumę wartości bezwzględnych wszystkich pozycji, fundusze UCITS muszą obliczać jedynie przyrost ekspozycji wynikający z zastosowania dźwigni (zob. tabela 3). Jako że UCITS nie mogą pożyczać niezabezpieczonych środków pieniężnych na cele inwestycyjne, a zasady obliczania ekspozycji poprzez transakcje finansowane z wykorzystaniem papierów wartościowych i instrumenty pochodne są podobne do zasad wskazanych w dyrektywie 2011/61/UE, metoda zaangażowania dla UCITS mogłaby zostać dostosowana do dyrektywy 2011/61/UE przez nałożenie na UCITS obowiązku powiększania swojej ekspozycji o NAV.

W tym kontekście nowe zasady sprawozdawcze dla UCITS w zakresie ryzyka powinny także objąć przekazywanie informacji o testach warunków skrajnych. Sprawozdawczość powinna objąć przekazywanie wyników standardowych testów jednej zmiennej, a także informacje o własnych scenariuszach testowych stosowanych przez zarządzających funduszami i uzyskanych wynikach.

Tabela 3

## Obliczanie ekspozycji funduszu inwestycyjnego metodą zaangażowania

	Dyrektywa ZAFI	Dyrektywa UCITS	
		Obecny sposób obliczania	Zalecane zmiany
<b>Definicja ekspozycji</b>	Suma wartości bezwzględnych wszystkich pozycji	Przyrost ekspozycji i dźwigni wynikający z zastosowania finansowych instrumentów pochodnych	Dodać wartości aktywów netto
<b>Dźwignia finansowa</b>	<b>Ponowne wykorzystanie pożyczek gotówkowych</b>		
	Wyższa z dwóch wartości: wartość rynkowa realizowanej inwestycji lub całkowita kwota pożyczonych środków pieniężnych	Niezabezpieczone pożyczki gotówkowe nie są dozwolone do celów inwestycyjnych	Brak
	<b>Transakcje finansowane z wykorzystaniem papierów wartościowych</b>		
	Wartość rynkowa otrzymanego zabezpieczenia (w tym gotówkowego) przy reinwestycji	Wartość rynkowa otrzymanego zabezpieczenia (w tym gotówkowego) przy reinwestycji	Brak
<b>Dźwignia syntetyczna netto</b>	<b>Instrumenty pochodne</b>		
	Suma wartości rynkowej równoważnych pozycji w aktywach bazowych po uwzględnieniu zasad saldowania i hedgingu	Suma wartości rynkowej równoważnych pozycji w aktywach bazowych po uwzględnieniu zasad saldowania i hedgingu	Brak

**Zalecenie D(2) – Częstotliwość i zakres obowiązków sprawozdawczych UCITS i spółek zarządzających UCITS**

Dane wymienione w zaleceniu D1 powinny być przekazywane kwartalnie przez wystarczająco dużą i istotną z punktu widzenia stabilności finansowej część wszystkich UCITS i spółek nimi zarządzających. Struktura portfeli funduszy inwestycyjnych, ich płynność i stosowanie dźwigni (zwłaszcza z wykorzystaniem instrumentów pochodnych) mogą ulegać istotnym zmianom w krótkim okresie. Dlatego do ich odpowiedniego monitorowania i w razie potrzeby reagowania na zmiany, które mogłyby przyczynić się do narastania zagrożeń dla stabilności finansowej, potrzebna jest sprawozdawczość przynajmniej kwartalna. Z uwagi na różnice w strategiach inwestycyjnych i różną wielkość UCITS i spółek nimi zarządzających skala potencjalnego udziału pojedynczych funduszy inwestycyjnych lub grup funduszy w ryzyku systemowym jest prawdopodobnie różna. Z punktu widzenia stabilności finansowej składanie kwartalnych sprawozdań przez wystarczająco duże podzbiory UCITS i spółek nimi zarządzających wystarczyłoby do monitorowania, a jednocześnie ograniczyłoby łączne obciążenie sprawozdawcze całej branży.

**W podzbiory UCITS składających sprawozdania kwartalne powinny znaleźć się przynajmniej te z nich, które do pomiaru całkowitej ekspozycji stosują metodę VaR.** Z racji angażowania się w transakcje na instrumentach pochodnych takie przedsiębiorstwa mają zwykle bardziej złożone strategie inwestycyjne i mogą stosować wysoką dźwignię finansową. Aby w sprawozdawczości kwartalnej uczestniczył odpowiedni odsetek wszystkich UCITS i spółek nimi zarządzających, Komisja powinna oprócz tego podzbioru uwzględnić takie cechy jak wielkość zarządzanych aktywów oraz – potencjalnie – strategia inwestycyjna i profil płynności.

**Skuteczne monitorowanie zmian i ogólnie potencjalnego narastania zagrożeń dla stabilności finansowej w sektorze UCITS wymagałoby, aby wystarczająco duży podzbiór wszystkich UCITS i spółek zarządzających UCITS przekazywał wystarczający zestaw danych co najmniej raz w roku.** Wprowadzenie sprawozdawczości rocznej dla odpowiednio dużej części branży UCITS w połączeniu z dostępnymi danymi o AFI pozwoliłoby monitorować ogólny rozwój sytuacji w sektorze unijnych funduszy inwestycyjnych. Należy zauważyć, że sprawozdawczość roczna byłaby zgodna z minimalną częstotliwością składania sprawozdań określoną w dyrektywie 2011/61/UE. W ten sposób ryzyko dla stabilności finansowej związane z branżą funduszy inwestycyjnych byłoby – zarówno dla UCITS, jak i dla AFI – monitorowane przynajmniej raz w roku. Pozwoliłoby to na dokonywanie miarodajnych porównań między rozwojem sytuacji na przestrzeni czasu w UCITS a rozwojem sytuacji AFI oraz identyfikację potencjalnych zmian strukturalnych, które mogłyby przyczynić się do narastania ryzyka systemowego.

**Zaleca się Komisji, by podczas określania podmiotów, których dotyczyć będzie wymóg sprawozdawczości rocznej, wzięła pod uwagę wysokość łącznych aktywów zarządzanych przez UCITS i spółki zarządzające UCITS.** Uwzględnienie zarządzanych aktywów na potrzeby określenia wymogów sprawozdawczych jest zgodne z istniejącą praktyką określania wymogów sprawozdawczych wobec ZAFI. Podejmując decyzję, których podmiotów powinien dotyczyć wymóg składania sprawozdań co roku, Komisja może także wziąć pod uwagę inne cechy, takie jak korzystanie przez UCITS z dźwigni, podejście stosowane do wyznaczania całkowitej ekspozycji oraz strategia inwestycyjna UCITS.

**Zgodnie z dyrektywą 2011/61/UE jako poziom odniesienia do wyznaczania częstotliwości składania sprawozdań dla UCITS i spółek zarządzających UCITS w trzech kategoriach (kwartalna, roczna, bez obowiązku sprawozdawczego) można wykorzystać częstotliwość obowiązkową dla ZAFI.** Obecnie obowiązujące częstotliwości sprawozdawcze<sup>(1)</sup> dla autoryzowanych ZAFI zarządzających unijnymi AFI (zgodne z obowiązującymi częstotliwościami dla UCITS i spółek nimi zarządzających, z których wszystkie wymagają autoryzacji i mają siedzibę w UE) można podsumować następująco:

- ZAFI, którzy zarządzają AFI o łącznej wartości zarządzanych aktywów poniżej progowej wartości 100 mln EUR, mogą wyrazić zgodę na objęcie ich przepisami dyrektywy w celu uzyskania zezwolenia i składać roczne sprawozdania na poziomie zarówno spółki zarządzającej, jak i funduszu,
- jeśli łączna wartość aktywów zarządzanych przez ZAFI przekracza próg 100 mln EUR, ale nie przekracza progu 1 mld EUR, ZAFI mają obowiązek składania sprawozdań półrocznych na poziomie zarówno spółki zarządzającej, jak i funduszu, z wyjątkiem tych funduszy, w których wartość zarządzanych aktywów przekracza 500 mln EUR,
- jeśli łączna wartość aktywów zarządzanych przez ZAFI przekracza próg 1 mld EUR, ZAFI mają obowiązek składania sprawozdań kwartalnych na poziomie zarówno spółki zarządzającej, jak i funduszu.

<sup>(1)</sup> „Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3)(d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD” (ESMA/2014/869EN). Należy zauważyć, że w powyższym podsumowaniu nie uwzględniono częstotliwości sprawozdawczych dla AFI inwestujących w spółki i emitentów nienotowanych w celu nabycia udziału kontrolnego – jest to strategia inwestycyjna, której nie wolno stosować UCITS.

**Komisja może nawiązać współpracę z ESMA i właściwymi organami krajowymi, aby określić racjonalny sposób przypisania podzbiorów UCITS i spółek zarządzających UCITS do odpowiednich kategorii sprawozdawczych.** Współpraca z ESMA i właściwymi organami krajowymi jest okazją do wyciągnięcia wniosków z dotychczasowej sprawozdawczości na podstawie dyrektywy 2011/61/UE na potrzeby opracowania ram sprawozdawczych dla UCITS i spółek nimi zarządzających. Należy także zauważyć, że Komisja może przy tym uwzględnić – wspólnie z ESMA i właściwymi organami krajowymi – także inne cele niż monitorowanie zagrożeń dla stabilności finansowej (np. ochronę inwestorów), które mogą wymagać większej częstotliwości składania sprawozdań. Po ustanowieniu i wdrożeniu zasad sprawozdawczych dla UCITS i spółek zarządzających UCITS trzeba je będzie w określonym momencie zweryfikować, aby ocenić, czy ich zakres i częstotliwość są odpowiednie.

**Komisja powinna dążyć do odpowiedniego wyważenia chęci maksymalizacji korzyści wynikających z nasilonego monitorowania ryzyka i minimalizacji kosztów wynikających z nowych wymogów sprawozdawczych.** Na dłuższą metę wprowadzenie dla UCITS ram sprawozdawczych podobnych do systemów czy rozwiązań funkcjonujących już na podstawie dyrektywy 2011/61/UE przyniesie prawdopodobnie korzyści we wszystkich jurysdykcjach. Jednak w krótszym terminie przejście na nowe zasady sprawozdawczości dotyczące UCITS i spółek nimi zarządzających zrodzi dodatkowe koszty zarówno dla branży funduszy inwestycyjnych, jak i dla organów nadzoru. Krótkoterminowe koszty ponoszone przez poszczególne organy nadzoru będą prawdopodobnie różne – potencjalnie najwyższe w tych jurysdykcjach, w których obecnie nie ma takiego obowiązku sprawozdawczego. W branży funduszy inwestycyjnych koszty wprowadzenia nowych, jednolitych ram sprawozdawczych dla UCITS na poziomie spółek nimi zarządzających będą prawdopodobnie bardzo zróżnicowane. Na przykład spółki zarządzające UCITS w różnych jurysdykcjach będą ponosić na początku pewne dodatkowe koszty, ale nastąpi poprawa ogólnej efektywności sprawozdawczości i zmniejszenie całkowitego kosztu w porównaniu z obecną sytuacją, gdzie przepisy i wymogi sprawozdawcze w poszczególnych jurysdykcjach są różne. Podobnie spółki zarządzające zarówno UCITS, jak i AFI będą musiały ponieść niewielki koszt tylko jednorazowo i będą prowadzić sprawozdawczość UCITS za pomocą istniejących systemów i rozwiązań sprawozdawczych, których używają już dla AFI. Prawdopodobnie krótkoterminowe koszty wprowadzenia nowych przepisów sprawozdawczych dla UCITS będą najwyższe w przypadku małych spółek zarządzających UCITS tylko w jednej jurysdykcji, gdyż wzrost efektywności w porównaniu z obecną sytuacją będzie w najlepszym razie niewielki. Nowa sprawozdawczość w zakresie ryzyka zrodzi dodatkowe koszty z tytułu administracji i zapewnienia zgodności związane z ustanowieniem systemu sprawozdawczego, a także okresowe koszty przy tworzeniu sprawozdań. Z kolei te dodatkowe koszty mogą prowadzić do wykorzystania efektu skali i potencjalnie zmian w strukturze całej branży.

### **Zalecenie D(3) – Zharmonizowana sprawozdawczość i wymiana informacji**

**Należy zobowiązać właściwe organy krajowe do udostępniania informacji przekazanych przez UCITS i spółki zarządzające UCITS innym organom unijnym, ESMA i ERRS.** Obowiązkowa wymiana informacji ułatwia zbiorczą analizę potencjalnego udziału UCITS w narastaniu ryzyka systemowego oraz zmusza do wspólnej reakcji. Ponadto jedno lub więcej UCITS mogą w pewnym momencie stać się istotnym źródłem ryzyka kontrahenta dla jakiejś instytucji kredytowej lub innej instytucji o znaczeniu systemowym w jednym lub kilku państwach członkowskich. Jest to kolejny argument podkreślający znaczenie odpowiednich zasad udostępniania otrzymanych informacji innym organom.

**Zaleca się Komisji, by do nowych ram sprawozdawczych dla UCITS zastosowała istniejące przepisy i praktyki w tym zakresie określone w dyrektywie 2011/61/UE<sup>(1)</sup>.** Na mocy tej dyrektywy właściwe organy krajowe muszą udostępniać zebrane przez siebie informacje na temat ZAFI i AFI innym organom oraz ESMA i ERRS. Z kolei wymiana informacji między ESMA a ERRS w zakresie danych zgromadzonych na podstawie dyrektywy 2011/61/UE opiera się na odpowiednim protokole ustaleń. Właściwe organy krajowe z państw członkowskich pochodzenia mogą regularnie lub doraźnie żądać dodatkowych informacji, wykraczających poza ramy sprawozdawcze, jeśli uznają to za potrzebne do skutecznego monitorowania ryzyka systemowego. Wreszcie – zharmonizowaną wymianę informacji na podstawie dyrektywy 2011/61/UE wspierają dodatkowo wykonawcze standardy techniczne opracowane przez ESMA, w których określono procedury wymiany informacji między właściwymi organami krajowymi oraz między tymi organami a ESMA.

#### **II.4.2. Niezamierzone skutki**

**Nowe ramy sprawozdawcze dla UCITS pociągają za sobą koszty związane z gromadzeniem danych i procedurami ich wymiany, które muszą zostać wprowadzone przez spółki zarządzające i właściwe organy krajowe.** Przy wszelkich próbach udoskonalenia sprawozdawczości UCITS i spółek nimi zarządzających należy zatem odpowiednio uwzględnić zasadę współmierności i dążyć do zminimalizowania powiązanych kosztów. W szczególności rozszerzenie sprawozdawczości dotyczącej UCITS mogłoby wiązać się z dodatkowym obciążeniem mniejszych podmiotów z tej branży. Podczas określania wymogów sprawozdawczych w ramach sprawozdawczych UCITS należy zatem uwzględnić, w jakim stopniu dany fundusz może potencjalnie przyczynić się do narastania ryzyka systemowego. Należy zatem rozważyć inne sposoby ograniczenia kosztów związanych z tą sprawozdawczością i wziąć pod uwagę istniejące ramy sprawozdawcze, dla których branża i właściwe organy wypracowały już standardy techniczne. W szczególności, jako że

<sup>(1)</sup> Zob. przykładowo art. 50, 52 i 54 dyrektywy 2011/61/UE.

wiele spółek zarządzających UCITS ma także licencję na działalność jako ZAFI, a duża część pozycji sprawozdawczych dotyczących UCITS i ZAFI jest prawdopodobnie podobna, rozsądne byłoby oparcie formatu sprawozdań UCITS na istniejących ramach sprawozdawczych określonych w dyrektywie 2011/61/UE. W ramach sprawozdawczych dla UCITS należy także w jak największym zakresie uwzględnić istniejącą sprawozdawczość, którą już prowadzą te fundusze. W szczególności gromadzone przez EBC dane dotyczące bilansów funduszy inwestycyjnych obejmują już szczegółowe informacje o aktywach i pasywach funduszy (zob. rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego (UE) nr 1073/2013<sup>(1)</sup>). Dane te nie są jednak dostępne dla całej Unii i ogólnie nie są na tyle szczegółowe (granularne), by zapewnić wystarczająco dobry obraz ryzyka związanego z płynnością i dźwignią, jakie rodzą fundusze inwestycyjne.

## II.5 Zalecenie E – Wytyczne dotyczące art. 25 dyrektywy 2011/61/UE

### II.5.1 Uzasadnienie ekonomiczne i zamierzone skutki

#### Zalecenie E(1) – Ocena ryzyka systemowego związanego z dźwignią finansową

**Zarządzający funduszami inwestycyjnymi mają obowiązek przekazywania właściwym organom krajowym granularnych danych dla każdego zarządzanego przez siebie AFI.** Dane te, które mogą obejmować do 301 pozycji, zawierają szczegółowe informacje na temat stosowania dźwigni przez fundusz, jego wielkości, strategii inwestycyjnej, głównych ekspozycji, ukierunkowania geograficznego, posiadaczy inwestycji, koncentracji inwestorów, instrumentów, jakimi fundusz obraca, ryzyka rynkowego, profilu ryzyka kontrahenta, profilu płynności (w tym umorzeń) oraz ryzyka operacyjnego i innych rodzajów ryzyka. Należy zauważyć, że AFI, których wskaźnik dźwigni liczonej metodą zaangażowania ponadtrzykrotnie przewyższa NAV, uznaje się za stosujące dźwignię na znaczną skalę. Zarządzający takimi funduszami muszą dodatkowo zgłaszać pięć największych źródeł pożyczonych środków pieniężnych lub papierów wartościowych.

**Granularne dane udostępnione właściwym organom krajowym ułatwiają ocenę ryzyka systemowego związanego z dźwignią, choć pozostawiają duży zakres swobody w stosowaniu różnych podejść krajowych.** Obejmują na przykład dwie miary dźwigni: miarę brutto oraz miarę netto uwzględniającą ekspozycje z dźwignią do celów saldowania i hedgingu; organy mogą mieć różną opinię na temat stosowania i interpretacji tych miar. Ponadto szeroki zakres danych sprawozdawczych pozwala zachować różne podejścia krajowe w kwestii uwzględniania lub nieuwzględniania w ocenie, oprócz dźwigni, jeszcze innych informacji. Różnice mogą dotyczyć także potrzeby oceny, w jakim stopniu stosowanie dźwigni przez AFI przyczynia się do narastania ryzyka systemowego.

**Ze względu na międzynarodowy charakter sektora AFI należy przyjąć bardziej skoordynowane podejście do oceny ryzyka systemowego związanego z dźwignią i potencjalnych środków jego łagodzenia.** Inwestycje AFI i powiązania z instytucjami finansowymi mają zwykle charakter transgraniczny, więc potencjalny wpływ ekonomiczny zmniejszenia dźwigni przez fundusz lub jego upadłości nie ogranicza się do jurysdykcji, w której jest on ustanowiony. Zarządzający funduszami lub ich fundusze inwestycyjne mogą również stosunkowo łatwo przenosić się między jurysdykcjami, co dodatkowo uzasadnia znaczenie przyjęcia bardziej skoordynowanego podejścia do oceny i potencjalnych środków łagodzących.

**Aby zapewnić stosowanie przez właściwe organy krajowe spójnego podejścia do oceny spełnienia warunków uzasadniających zastosowanie środków związanych z dźwignią, ESMA powinna w pierwszej kolejności przedstawić wytyczne dotyczące wspólnego zestawu wskaźników.** Wytyczne te powinny ułatwić efektywne korzystanie z obszernych informacji udostępnianych właściwym organom krajowym na podstawie dyrektywy 2011/61/UE i zachęcać te organy do przeprowadzania oceny, w jakim zakresie stosowanie dźwigni przez sektor AFI przyczynia się do narastania ryzyka systemowego. Rozpoczęcie stosowania środków przewidzianych w art. 25 dyrektywy 2011/61/UE, w tym makroostrożnościowych limitów dźwigni lub innych ograniczeń nakładanych na zarządzających AFI, wymaga opracowania zasad umożliwiających ocenę, czy środki stosowane na poziomie funduszu rzeczywiście zmniejszają udział dźwigni w narastaniu ryzyka systemowego w sektorze AFI.

**Aby wesprzeć zharmonizowane stosowanie wskaźników, zaleca się także ESMA przedstawienie wytycznych dotyczących ich interpretacji.** ESMA jest obecnie w trakcie opracowywania zbioru danych na poziomie całej UE. Zbiór ten obejmie wszystkie dane przekazywane na szczeblu krajowym właściwym organom krajowym na podstawie dyrektywy 2011/61/UE. Gdy będzie już gotowy, umożliwi ESMA opracowanie ilościowych wskazówek co do interpretacji wskaźników w zasadach oceny, np. przez badanie podstawowych łącznych statystyk dotyczących poszczególnych wskaźników, takich jak średnia, mediana, maksimum i minimum podanych wartości oraz rozkład tych wartości.

<sup>(1)</sup> Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego (UE) nr 1073/2013 z dnia 18 października 2013 r. dotyczące danych statystycznych w zakresie aktywów i zobowiązań funduszy inwestycyjnych (EBC/2013/38) (Dz.U. L 297 z 7.11.2013, s. 73).



**Zasady oceny powinny obejmować wskaźniki, które pozwolą rozpoznać poziom, źródło i różne sposoby stosowania dźwigni.** Stosowanie dźwigni finansowej polegającej na pożyczkach lub finansowaniu transakcji z użyciem papierów wartościowych zwiększa ryzyko płynności finansowania funduszu inwestycyjnego, gdyż koszty pożyczki lub wymagany depozyt zabezpieczający mogą wzrosnąć. Natomiast stosowanie dźwigni syntetycznej zwiększa wrażliwość funduszu na szoki na rynkach instrumentów pochodnych oraz ryzyko, że wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego spowodowane przez niewielkie spadki cen zmuszą fundusz do gwałtownej wyprzedaży aktywów.

**W zasadach oceny należy w jak największym zakresie uwzględnić drogi transmisji, przez które może zmaterializować się ryzyko systemowe, jak wyjaśniono poniżej.**

- a) **Potencjalny udział pojedynczych funduszy i całego sektora AFI w ryzyku gwałtownej wyprzedaży.** Jednym z wyznaczników tego ryzyka jest profil umorzeniowy funduszu. Oferowanie krótkoterminowych (zwłaszcza codziennych) umorzeń i krótkich terminów zapowiedzi naraża fundusz na panikę wśród inwestorów, która może doprowadzić do gwałtownej wyprzedaży. Kolejnym aspektem profilu umorzeniowego funduszu jest baza inwestorów; wysoka koncentracja inwestorów jednego typu, zwłaszcza w połączeniu z krótką częstotliwością umorzeń, zwiększa ryzyko gwałtownej wyprzedaży, gdyż może wywołać ją decyzja o umorzeniu podjęta nawet przez jednego lub paru inwestorów. Drugim aspektem ryzyka gwałtownej wyprzedaży jest profil płynności funduszu. Płynność portfela ma kluczowe znaczenie dla zdolności funduszu do realizacji zleceń umorzenia lub wezwań do uzupełnienia depozytu bez konieczności wyprzedawania aktywów. Zdolność funduszu do upłynnienia części portfela zależy w znacznym stopniu od specyfiki tego portfela. Takie cechy jak wysoka koncentracja ekspozycji o wysokim ryzyku kontrahenta lub ekspozycji na pojedyncze instrumenty zwiększają prawdopodobieństwo wyprzedaży aktywów przez fundusz w razie upadłości kontrahenta. Efekt ten może się jeszcze nasilić w wypadku złożonych portfeli (tj. takich, w których znaczna część obrotu przypada na instrumenty spoza rynku regulowanego lub które na dużą skalę wielokrotnie wykorzystują te same zabezpieczenia).
- b) **Bezpośrednie połączenia między funduszami inwestycyjnymi i całym sektorem AFI a instytucjami finansowymi.** Stosowanie dźwigni może doprowadzić do zwiększenia się ryzyka, że fundusz popadnie w trudności finansowe, które mogą roznieść się na jego kontrahentów i dalej na cały system finansowy („transmisja przez kontrahentów”). Do kontrahentów zaliczają się banki i firmy brokerskie mające bezpośrednie powiązania handlowe z funduszem lub udzielające mu finansowania. Fundusz stosujący dźwignię może także roznieść ryzyko na globalny system finansowy poprzez swoje powiązania z inwestorami i finansowanie innych pośredników finansowych i podmiotów gospodarczych („transmisja przez wzajemne powiązania”). Jednym ze sposobów uwzględnienia bezpośrednich powiązań z instytucjami finansowymi jest zmierzenie koncentracji ekspozycji inwestorów na dany fundusz. Fundusze inwestycyjne mogą mieć także bezpośrednie powiązania z instytucjami finansowymi poprzez swoją bazę inwestorów i inwestycje portfelowe.
- c) **Bezpośrednie lub pośrednie zaangażowanie w pośrednictwo kredytowe pojedynczych funduszy inwestycyjnych i całego sektora AFI.** Fundusze stosujące dźwignię mogą przyczynić się do nadmiernej skali pośrednictwa kredytowego i do ryzyka wystąpienia zaburzeń w procesie pośrednictwa, gdy odwróci się cykl kredytowy. Dźwignia pozwala funduszom bezpośrednio udzielać więcej kredytów podmiotom sfery realnej lub ułatwiać nasilenie pośrednictwa kredytowego banków. Jeśli chodzi o ten drugi aspekt, fundusze inwestycyjne mogą dostarczać finansowanie bezpośrednio sektorowi bankowemu, inwestować w kredyty strukturyzowane i brać na siebie ryzyko kredytowe poprzez instrumenty pochodne. Ryzyka systemowe mogą wystąpić, jeśli dojdzie do nagłego zatrzymania się dopływu płynności i krótkoterminowego finansowania do instytucji finansowych, nagłego zmniejszenia się płynności rynkowej w odniesieniu do instrumentów finansowych, które są ważne dla pośrednictwa finansowego, lub niewystarczającego rozdziału ryzyka (!).

**ESMA powinna przedstawić wytyczne w sprawie zasad oceny, które można skutecznie zastosować w praktyce.** Choć w teorii można dokonać ogólnej kategoryzacji potencjalnych dróg transmisji ryzyka systemowego, drogi te łączą się ze sobą i w praktyce ich oddziaływanie prawdopodobnie będzie się wzajemnie potęgować. Także mechanizmy transmisji ryzyka tymi drogami mogą być złożone i z czasem się zmieniać. Dlatego też wkładu funduszy inwestycyjnych w ryzyka systemowe nie można łatwo uchwycić za pomocą jednostkowych wskaźników, przez co konieczne staje się znalezienie przy opracowywaniu zasad oceny kompromisu między praktycznością połączoną z uproszczeniem a złożonością połączoną z trudniejszym stosowaniem. Jeśli chodzi o ogólną zasadę, wskaźniki należy uwzględnić w tych zasadach jedynie wtedy, kiedy znacznie ułatwiłyby one określenie udziału funduszy inwestycyjnych i całego sektora AFI w ryzykach systemowych związanych z dźwignią.

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

Ponadto wytyczne ESMA w sprawie zasad oceny powinny stanowić dla właściwych organów krajowych wystarczającą podstawę do uzasadnienia ewentualnych decyzji o zastosowaniu środków makroostrożnościowych. Właściwy organ krajowy z państwa członkowskiego pochodzenia danego ZAFI powinien powiadomić ESMA, ERRS i właściwy organ krajowy AFI o powodach zastosowania każdego środka makroostrożnościowego mającego na celu zmniejszenie stopnia udziału dźwigni w narastaniu ryzyka systemowego w systemie finansowym lub w ryzyku chaosu na rynkach<sup>(1)</sup>. Następnie ESMA powinna udzielić mu porady w sprawie danego środka oraz ocenić, czy warunki do podjęcia działań wydają się spełnione<sup>(2)</sup>. Opracowanie szczegółowych zasad oceny obowiązujących właściwe organy krajowe zwiększy prawdopodobieństwo, że organy te i ESMA będą zgodne co do potrzeby zastosowania danego środka.

**Tabela 4 przedstawia przykładowy zestaw wspólnych wskaźników, który mógłby zostać włączony do zalecanych zasad oceny.** Wskaźniki te wybrano na podstawie analiz przeprowadzonych przez EBC oraz De Nederlandsche Bank (DNB)<sup>(3)</sup>, Oesterreichische Nationalbank (OeNB)<sup>(4)</sup> i brytyjski organ regulacyjny FCA<sup>(5)</sup>. Wskaźniki ułatwiają ocenę poziomu, źródła i różnych zastosowań dźwigni; ich celem jest maksymalne rozpoznanie dróg, przez które może zmaterializować się ryzyko systemowe. Wszystkie wskaźniki można skonstruować za pomocą informacji przekazywanych właściwym organom krajowym na podstawie art. 24 dyrektywy 2011/61/UE.

Tabela 4

**Przykładowy zestaw wskaźników uzupełniających zasady oceny ryzyk dla stabilności finansowej, generowanych przez fundusze inwestycyjne**

		WSKAŹNIK		OPIS	ID datafields AIFMD data-template
		#	NAZWA		
1. RYZYKO WPŁYWU NA RYNEK	Skala	1.1	Ekspozycja netto	Wartość aktywów netto (NAV) * dźwignia wg metody zaangażowania	53, 295
		1.2	Wartość aktywów netto	NAV	53
2. RYZYKO GWAŁTOWNEJ WYPRZEDAŻY	Dźwignia	2.1	Dźwignia netto	Dźwignia wg metody zaangażowania	295
		2.2	Dźwignia brutto do dźwigni netto	Dźwignia brutto / dźwignia wg metody zaangażowania, jako miara stosowania saldowania i hedgingu	294, 295
	Profil umorzeniowy	2.3	Czas realizacji umorzeń	Minimalny czas (w dniach) oczekiwania przez inwestorów na wycofanie środków	194, 195, 196

<sup>(1)</sup> Zob. przykładowo art. 25 dyrektywy 2011/61/UE.

<sup>(2)</sup> Zob. przykładowo art. 25 ust. 6 dyrektywy 2011/61/UE.

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

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

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

		WSKAŹNIK		OPIS	ID datafields AIFMD data-template
		#	NAZWA		
	<b>Niedopasowanie płynności</b>	2.4	Czas realizacji umorzeń minus postrzegana płynność portfela (w dniach)	Minimalny czas (w dniach) oczekiwania przez inwestorów na wycofanie środków minus płynność portfela podana przez zarządzającego aktywami	194, 195, 196, 178–184
		2.5	Współczynnik wartości aktywów netto do aktywów o wysokiej płynności	Aktywa o wysokiej płynności obejmują środki pieniężne i ekwiwalenty środków pieniężnych (depozyty, papiery komercyjne itp.), akcje notowane na rynku regulowanym, papiery wartościowe o ratingu inwestycyjnym wyemitowane przez instytucje finansowe, obligacje skarbowe państw unijnych i państw z grupy G10 spoza UE, a także tytuły funduszy inwestycyjnych	53, 123
		2.6	Odsetek aktywów niepłynnych (% NAV)	Aktywa niepłynne obejmują fizyczne składniki majątku, akcje nienotowane na rynkach regulowanych, obligacje przedsiębiorstw i obligacje zamienne o ratingu nieinwestycyjnym oraz kredyty.	53, 123
	<b>Koncentracja inwestorów i kontrahentów</b>	2.7	Koncentracja inwestorów	Procent wartości aktywów netto w posiadaniu pięciu największych inwestorów	118
		2.8	Koncentracja kontrahentów	Łączna ekspozycja kredytowa netto wobec pięciu największych kontrahentów (% NAV)	165
	<b>3. RYZYKO BEZ-POŚREDNICH REPERKUSJI DLA INSTYTUCJI FINANSOWYCH</b>	<b>Powiązania przez inwestycje</b>	3.1	Inwestycje w instytucjach finansowych	Długa wartość inwestycji w notowane akcje i obligacje przedsiębiorstw wyemitowane przez instytucje finansowe jako % NAV
3.2			Inwestycje w produkty strukturyzowane i sekurytyzowane (% NAV)	Suma długich ekspozycji na papiery wartościowe zabezpieczone typu ABS, RMBS, CMBS, Agency MBS, ABCP, CDO lub CLO, certyfikaty strukturyzowane, produkty będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym i inne instrumenty, jako % NAV	53, 123

		WSKAŹNIK		OPIS	ID datafields AIFMD data-template
		#	NAZWA		
	<b>Powiązania przez bazę inwestorów</b>	3.3	Banki w bazie inwestorów (% NAV)	Bezpośrednie powiązania z instytucjami finansowymi jako inwestorami	209
		3.4	Ubezpieczyciele w bazie inwestorów (% NAV)		
		3.5	Fundusze emerytalno-rentowe w bazie inwestorów (% NAV)		
		3.6	Fundusze inwestycyjne w bazie inwestorów (% NAV)		
		3.7	Inne instytucje finansowe w bazie inwestorów (% NAV)		
<b>4. RYZYKO ZABURZENIA BEZPOŚREDNIEGO POŚREDNICTWA KREDYTOWEGO</b>		4.1	Inwestycje w obligacje przedsiębiorstw (% NAV)	Suma wartości długich pozycji w obligacjach przedsiębiorstw, obligacjach zamiennych niewyemitowanych przez instytucje finansowe (o ratingu inwestycyjnym i nieinwestycyjnym) jako % NAV	53, 123
		4.2	Inwestycje w kredyty dla przedsiębiorstw (% NAV)	Kredyty z dźwignią i inne kredyty jako % NAV	53, 123

## Zalecenie E(2) – Makroostrożnościowe limity dźwigni

ESMA może pomóc właściwym organom krajowym w praktycznym stosowaniu limitów dźwigni, przedstawiając wytyczne dotyczące wariantów ich konstrukcji, łącznie z oceną efektywności i skuteczności. Dyrektywa 2011/61/UE przewiduje możliwość ograniczenia dźwigni, gdyby przyczyniała się ona do „narastania ryzyka systemowego”, ale nie zawiera dalszych wskazówek co do konstrukcji limitów. Właściwym organom krajowym przydałyby się wytyczne ESMA dotyczące konstrukcji limitów dźwigni; ESMA mogłaby się w tym zakresie oprzeć na zaleceniu Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego ERRS/2013/1<sup>(1)</sup>. ERRS zaleca, by organy tak opracowywały narzędzia makroostrożnościowe, aby były one skuteczne i efektywne z punktu widzenia osiągnięcia celów ich polityki.

**Limity dźwigni dla AFI można uznać za skuteczne, jeśli pozwalają one ograniczyć ryzyko (a) gwałtownej wyprzedzaży, (b) roznoszenia się problemów na kontrahentów finansowych oraz (c) zaburzenia funkcjonowania pośrednictwa kredytowego.** Przeciwdziałając tym zakłóceniom rynku, limity dźwigni wspierają stabilność finansową. Jeśli chodzi o pośrednie cele ERRS, limity dźwigni są ukierunkowane na ograniczenie „ryzyka nadmiernej dźwigni”<sup>(2)</sup>. Dźwignię w skali całego systemu uznaje się za nadmierną, gdy powoduje ona, że gospodarki stają się podatne na kryzysy finansowe, których koszt jest wysoki.

**Aby limity dźwigni były efektywne, narzędzia powinny być proste, a ich niezamierzone skutki – ograniczone.** Organы powinny wybierać limity tak, aby były one łatwe do skalibrowania i wprowadzenia w życie, co sprzyja przejrzystości i zapobiega bierności uczestników rynku. Należy ponadto ograniczyć niezamierzone skutki, a limity powinny być odporne na zachowania spekulacyjne i arbitraż ze strony uczestników rynku. Limity dźwigni powinny też być współmierne do ryzyka systemowego wynikającego ze stosowania dźwigni przez dany fundusz, tak aby sektor nie stracił przez nie zdolności do świadczenia cennych usług na rzecz gospodarki. Na przykład fundusze muszą nadal być w stanie stosować zróżnicowane i czynne strategie, które w okresach napięć na rynku pozwalałyby amortyzować szoki. W ramach oceny potrzeby zastosowania limitu dźwigni i ustalenia rodzaju limitów współmiernego do ryzyka systemowego organy powinny prowadzić analizę ryzyka z użyciem danych zebranych na podstawie dyrektywy 2011/61/UE i wskaźników ryzyka z jednolitych zasad oceny ryzyka (których opracowanie proponuje ESMA w zaleceniu E1).

**Tabela 5 przedstawia, na potrzeby ESMA, przykładowe zasady oceny różnych wariantów konstrukcji limitów dźwigni pod kątem skuteczności i efektywności.** Podano w niej trzy przykładowe warianty stałego limitu dźwigni i uwagi na temat limitów dostosowanych do cyklu. Nie jest to zestaw wyczerpujący, a przedstawioną ocenę należy traktować jako przykład zastosowania zasad do oceny różnych wariantów konstrukcji limitów.

**Limit „taki sam dla wszystkich” byłby łatwy do wprowadzenia, ale jego niezamierzone skutki mogłyby być poważne.** Taki limit może skutecznie ograniczyć ryzyka systemowe związane z dźwignią, jeśli będzie obowiązywać w dużej części sektora funduszy inwestycyjnych. Jednak jego niezamierzone skutki mogą polegać na tym, że niektóre modele biznesowe staną się nierentowne, co miałoby poważny negatywny wpływ na płynność różnych produktów na światowym rynku finansowym. Ponadto rygorystyczny limit taki sam dla wszystkich mógłby uniemożliwić zarządzającym funduszami aktywne inwestowanie i działanie w kierunku odwrotnym do trendu, a przez to – znacznie osłabić zdolność sektora do amortyzacji szoków rynkowych. Wreszcie – jako że tego rodzaju limity mogą znacznie ograniczyć działalność sektora funduszy inwestycyjnych, istnieje ryzyko jej przeniesienia do innych, mniej uregulowanych części sektora finansowego.

**Limity dźwigni oparte na rodzaju lub profilu funduszu mogą stanowić przydatne krótko- i średniookresowe narzędzie dla właściwych organów krajowych.** Zróżnicowanie limitów według rodzaju lub profilu funduszu pozwoliłoby organom ukierunkować środki na te fundusze, które mają największy udział w ryzyku systemowym i w ten sposób zmniejszyć strukturalną podatność sektora na szoki. Istnieją różne możliwości zróżnicowania limitu dźwigni zależnie od profilu funduszu. Na przykład aby przeciwdziałać ryzyku gwałtownej wyprzedzaży, organy mogą rozważyć nałożenie limitów na fundusze oferujące krótkookresowe umorzenia lub inwestujące w mniej płynne aktywa. Kolejny przykład: organy obawiające się efektu zarażenia mogą rozważyć nałożenie limitów na fundusze mające wysokie lub skoncentrowane ekspozycje na inne instytucje finansowe. ESMA może pomóc organom, przedstawiając wytyczne na

<sup>(1)</sup> Zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego ERRS/2013/1 z dnia 4 kwietnia 2013 r. w sprawie celów pośrednich i instrumentów polityki makroostrożnościowej (Dz.U. C 170 z 15.6.2013, s. 1).

<sup>(2)</sup> W zaleceniu ERRS/2013/1 można znaleźć omówienie celów pośrednich oraz przyporządkowanie do nich istniejących i potencjalnych narzędzi makroostrożnościowych.

temat określania profili funduszy na potrzeby oceny ryzyka związanego z dźwignią i stosowania makroostrożnościowych limitów dźwigni. Organy mogą także uwzględnić różnice w całkowitym poziomie dźwigni przez różnicowanie limitów dla poszczególnych rodzajów funduszy. Wadą tego rozwiązania jest to, że fundusze mogą próbować uzyskać korzystniejszą kwalifikację w celu obejścia limitu <sup>(1)</sup>. Zatem uzasadnione byłoby wprowadzenie dla AFI kryteriów określania rodzaju funduszu.

Tabela 5

## Przykładowe zasady oceny wariantów konstrukcji limitów dźwigni pod kątem skuteczności i efektywności

	Warianty konstrukcji limitu dźwigni	Limity stałe			Limity cykliczne
		1	2	3	
		Taki sam limit dla wszystkich	Limity według rodzaju funduszu	Limity według profilu funduszu	
Skuteczność	<b>Gwałtowna wyprzedaż</b>	Skutecznie ograniczy wszelkie zaburzenia działania rynku, jeśli będzie obowiązywać dużą część funduszy z dźwignią	Skutecznie ograniczy wszelkie zaburzenia działania rynku, jeśli będą obowiązywać dużą część funduszy z dźwignią	Będą skuteczne, jeśli zostaną ukierunkowane na fundusze z dźwignią o relatywnie nie płynnych portfelach lub krótkich terminach umarzania	Warianty 1–3 można różnicować w czasie. Ich efekt będzie taki sam, ale limity dostosowane do cyklu finansowego będą skuteczniej ograniczać narastanie ryzyk w fazie ożywienia i ich materializowanie się w fazie spowolnienia
	<b>Efekty zewnętrzne dot. kontrahentów i wzajemnych powiązań</b>			Będą skuteczne, jeśli zostaną ukierunkowane na fundusze z dźwignią mające silne powiązania z instytucjami finansowymi	
	<b>Nadmierne pośrednictwo kredytowe</b>			Będą skuteczne, jeśli zostaną ukierunkowane na fundusze z dźwignią inwestujące w obligacje korporacyjne i kredyty	
Efektywność	<b>Współmierność</b>	Przy niskim limicie niektóre rodzaje funduszy (np. hedgingowe) mogą stać się nierentowne, a wysoki limit nie zapobiegnie powszechnemu narastaniu dźwigni	Limity są ukierunkowane na fundusze ze stosunkowo wysoką dźwignią (np. hedgingowe), ale w obrębie danego rodzaju nie różnicuje się profili ryzyka	Limity są ukierunkowane na różne profile ryzyka w obrębie wszystkich rodzajów funduszy	Współmierność będzie zależeć od wybranego wariantu konstrukcji

<sup>(1)</sup> Zgodnie z dyrektywą 2011/61/UE rodzaj funduszu może określić jego zarządzający.

Warianty konstrukcji limitu dźwigni	Limity stałe			Limity cykliczne
	1	2	3	
	Taki sam limit dla wszystkich	Limity według rodzaju funduszu	Limity według profilu funduszu	
<b>Odporność na spekulacje i arbitraż</b>	Uniemożliwia spekulacje i arbitraż	Istnieje pewna możliwość spekulacji i arbitrażu, jako że fundusze mieszane mogą próbować uzyskać korzystniejszą klasyfikację	Przy niewielkiej liczbie ściśle zdefiniowanych profili spekulacje i arbitraż są mało prawdopodobne	Możliwość spekulacji i arbitrażu będzie zależała od wybranego wariantu konstrukcji
<b>Złożoność kalibracji</b>	Najprostsza konstrukcja	Stosunkowo prosta konstrukcja z niewielką liczbą ściśle zdefiniowanych rodzajów funduszy	Stosunkowo prosta konstrukcja z niewielką liczbą ściśle zdefiniowanych profili funduszy	Wymaga wskaźnika cyklu dźwigni i miary udziału funduszu, co oznacza dodatkowy poziom złożoności przy kalibracji

Źródło: Tabela 4.1 [w] Van der Veer i in. (2017).

**W dłuższej perspektywie można także wziąć pod uwagę dźwignię dostosowaną do cyklu.** Organy mogą rozważyć stosowanie pewnych konstrukcji limitu dźwigni (np. ten sam dla wszystkich bądź zależny od rodzaju lub profilu funduszu) w powiązaniu z cyklem finansowym. Limity cykliczne mogą być bardziej odpowiednie niż limity stałe do łagodzenia narastania i materializacji ryzyk w fazach ożywienia i spowolnienia. Jednak w perspektywie krótkiej i średniej podejście cykliczne nie byłoby praktyczne, gdyż wymagałoby zastosowania miary cyklu finansowego oraz wskaźnika udziału danego funduszu, co oznaczałoby dodatkowy poziom złożoności. Gdy przyjmie się takie samo podejście do limitów dźwigni jak w Bazylei III, w krótkiej perspektywie czasowej należy skupić się na limitach stałych. Organy mogą zacząć rozważać limity dostosowane do cyklu, gdy nabiorą więcej doświadczenia w stosowaniu limitów stałych.

**Limity dźwigni powinny opierać się na miarach dźwigni wskazanych w dyrektywie 2011/61/UE, aby poprawić spójność ich stosowania i przejrzystość oraz zapobiec arbitrażowi regulacyjnemu.** Stosowanie jednolitych miar pomaga organom w zapewnieniu spójnego stosowania limitów dźwigni w Europie. Zwiększa także przejrzystość środków polityki i ułatwia ich wprowadzanie. Pomaga ponadto ograniczyć stosowanie przez zarządzających funduszami arbitrażu regulacyjnego. Ze względu na złożoność pomiaru dźwigni organy powinny rozwijać istniejące już rozwiązania i miary stosowane do sprawozdań o dźwigni na podstawie dyrektywy 2011/61/UE.

**Dokonywanie okresowych przeglądów limitów dźwigni pozwoli (a) ulepszyć je na podstawie dotychczasowego doświadczenia oraz (b) dostosować do standardów międzynarodowych.** Może pojawić się opinia, że miary dźwigni określone w dyrektywie 2011/61/UE nie są jeszcze dość dobrze zdefiniowane lub że mogą ostatecznie okazać się niespójne z międzynarodowymi standardami (np. standardami opracowanymi przez IOSCO). Jednak wielką zaletą wykorzystania miar określonych w dyrektywie 2011/61/UE jest to, że potencjalne przyszłe ulepszenia pomiaru dźwigni będą uwzględniane w sposób automatyczny i spójny, jeśli wprowadzony zostanie proces regularnych przeglądów. Proces taki powinien też zapewnić spójność z międzynarodowymi standardami (FSB, IOSCO). Okresowe rewidowanie limitów dźwigni byłoby zgodne z zaleceniem ERRS/2013/1<sup>(1)</sup>.

**Wytyczne dotyczące kryteriów stosowania limitów dźwigni pomagają właściwym organom krajowym stosować te limity w praktyce.** Jasne wytyczne zwiększają spójność stosowania w całej Europie i przeciwdziałają bierności.

<sup>(1)</sup> Zob. przykładowo ERRS/2013/1, zalecenie D.

ESMA może pomóc organom w praktycznym stosowaniu limitów dźwigni przez wskazanie, kiedy należy stosować środki wynikające z przepisów, a kiedy – uznaniowe. Należy odpowiednio wyważyć: z jednej strony łatwość stosowania tych pierwszych, a z drugiej – elastyczność tych drugich.

#### Zalecenie E(3) – Procedura powiadamiania

ESMA powinna opracować jasną procedurę powiadamiania o decyzjach podjętych przez właściwe organy krajowe na mocy art. 25 dyrektywy ZAFI. Zharmonizowana procedura pozwoli tym organom informować ESMA w sposób efektywny. Z drugiej strony zaś umożliwi ESMA i ERRS skuteczną i efektywną analizę tych powiadomień.

#### Zalecenie E(4) – Zestawienie porównawcze

W dążeniu do zapewnienia coraz większej solidności, skuteczności i spójności regulacji i nadzoru zaleca się, by ESMA sporządziła zestawienie dla porównania, jak właściwe organy krajowe wykonują swoje uprawnienia określone w art. 25 ust. 3 dyrektywy 2011/61/UE. Zestawienie takie pozwalałoby się np. zorientować, w jakich okolicznościach poszczególne organy korzystają z tych uprawnień i jakie wymogi nakładają w różnych sytuacjach. W ten sposób pomogłoby wskazać najlepsze praktyki. ESMA powinna także omówić wyniki tego zestawienia ze swoimi członkami oraz udostępnić informacje o działaniach właściwych organów krajowych krajowym organom makroostrożnościowym i ERRS.

Choć wnioski z zestawień porównawczych nie będą obowiązuje, mogą być wykorzystane przez właściwe organy krajowe na potrzeby ich własnych praktyk. Zestawienia takie opracowano na przykład w odniesieniu do oceniania przez właściwe organy krajowe wewnętrznych metod stosowanych do obliczania przez banki wymogów w zakresie funduszy własnych<sup>(1)</sup> i scenariuszy planów naprawy na podstawie dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE<sup>(2)</sup>,<sup>(3)</sup>. Przykłady te pokazują, jak przydatne jest porównywanie praktyk nadzorczych, które sprzyja ich konwergencji oraz ułatwia właściwym organom krajowym podejmowanie decyzji, nie odbierając im swobody uznania w zakresie nadzoru. Zestawienie porównawcze dostarczyłoby także informacji na potrzeby aktów delegowanych Komisji wspomnianych w art. 25 ust. 9 dyrektywy 2011/61/UE (zasady opisujące okoliczności, w których właściwe organy stosują uprawnienia określone w art. 25 ust. 3, z uwzględnieniem różnych strategii AFI, różnych warunków rynkowych działania AFI oraz ewentualnych procyklicznych skutków stosowania tych uprawnień).

#### II.5.2. Niezamierzone skutki

Należy dążyć do kompromisu między harmonizacją przepisów a swobodą decyzyjną właściwych organów krajowych. Ponieważ niniejsze zalecenie ma na celu upowszechnianie zharmonizowanego podejścia do stosowania w praktyce art. 25, implikacją jest pewne ograniczenie swobody decyzyjnej tych organów. Prawo ESMA do wydawania wytycznych w istocie służy zwiększaniu konwergencji praktyk nadzorczych. Jednak w ekstremalnym przypadku może dojść do tego, że wytyczne ESMA na temat zasad oceny ryzyka oraz konstrukcji, kalibracji i stosowania makroostrożnościowych limitów dźwigni niezamierzenie staną się dla właściwych organów krajowych barierą w swobodnym decydowaniu o wprowadzeniu takich limitów w swojej jurysdykcji w odniesieniu do AFI zarządzanych przez zarządzających funduszami.

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

<sup>(2)</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/UE oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012 (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 190).

<sup>(3)</sup> Zob. informacja EUNB o porównawczym zestawieniu scenariuszy zastosowanych w planach naprawy.



### Bibliografia

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

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

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

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

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

Cohn, C., Milliken, D., Jessop, S. (2016), *Number of UK property funds suspended since Brexit vote doubles*, sierpień, dostęp: <http://uk.reuters.com/article/uk-britain-eu-property/number-of-uk-property-funds-suspended-since-brexit-vote-doubles-idUKKCNOZL13H>.

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, wystąpienie na wspólnej konferencji Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego pt. „European Financial Integration and Stability”, Frankfurt nad Menem, Niemcy, kwiecień.

Dyrektywa Komisji 2007/16/WE z dnia 19 marca 2007 r. dotycząca wykonania dyrektywy Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie wyjaśnienia niektórych definicji (Dz.U. L 79 z 20.3.2007. s. 11).

Dyrektywa Komisji 2010/43/UE z dnia 1 lipca 2010 r. w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie wymogów organizacyjnych, konfliktów interesów, prowadzenia działalności, zarządzania ryzykiem i treści umowy pomiędzy depozytariuszem a spółką zarządzającą (Dz.U. L 176 z 10.7.2010, s. 42).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.U. L 302 z 17.11.2009, s. 32).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz.U. L 174 z 1.7.2011, s. 1).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/UE oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012 (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 190).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349).

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

Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, nr 1, lipiec.

Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, nr 2, maj.

Europejski Bank Centralny (2016), *Financial Stability Review*, maj.

Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, sprawozdanie, dostęp: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, sprawozdanie, grudzień, dostęp: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (2014), *Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3) (d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD*, (ESMA/2014/869EN), sierpień.

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, nr 2.

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, opinia ESMA/2016/596, kwiecień, dostęp: [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)

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

Financial Conduct Authority (2017), *Illiquid assets and open-ended investment funds*, dokument do dyskusji (DP 17/1), luty.

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

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

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

Komitet Europejskich Organów Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych (2010), „CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS”, *Feedback Statement*, lipiec.

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

Maijor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, wystąpienie na warsztatach ERRS pt. „Shadow Banking Workshop”, Frankfurt nad Menem, Niemcy, maj.

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

Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (2015), *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members*. Sprawozdanie końcowe, FR28/2015, grudzień.

Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (2017), *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, sprawozdanie z konsultacji, CR05/2017, lipiec.

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

Rada Stabilności Finansowej (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, styczeń.

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 231/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do zwolnień, ogólnych warunków dotyczących prowadzenia działalności, depozytariuszy, dźwigni finansowej, przejrzystości i nadzoru (Dz.U. L 83 z 22.3.2013, s. 1).

Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego (UE) nr 1073/2013 z dnia 18 października 2013 r. dotyczące danych statystycznych w zakresie aktywów i zobowiązań funduszy inwestycyjnych (EBC/2013/38) (Dz.U. L 297 z 7.11.2013, s. 73).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1131 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie funduszy rynku pieniężnego (Dz.U. L 169 z 30.6.2017, s. 8).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.U. L 176 z 27.6.2013, s. 1).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.U. L 201 z 27.7.2012, s. 1).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz.U. L 257 z 28.8.2014, s. 1). Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760 z dnia 29 kwietnia 2015 r. w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych (Dz.U. L 123 z 19.5.2015, s. 98).

U.S. Securities and Exchange Commission (2016), Investment Company Liquidity Risk Management Programs, 17 CFR Parts 210, 270, 274, Release Nos 33-10233, IC-32315, File No S7-16-15 RIN 3235-AL61, dostęp: <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., Weistroffer, C. (2016), „Towards a framework for calibrating macroprudential leverage limits for alternative investment funds”, Special Feature „A”, *ECB Financial Stability Review*, listopad, s. 123–133.

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

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, wystąpienie na konferencji New York Times pt. „DealBook Opportunities for Tomorrow” w One World Trade Center, Nowy Jork, N.Y., grudzień.

Zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego ERRS/2012/1 z dnia 20 grudnia 2012 r. w sprawie funduszy rynku pieniężnego (Dz.U. C 146 z 25.5.2013, s. 1).

Zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego ERRS/2013/1 z dnia 4 kwietnia 2013 r. w sprawie celów pośrednich i instrumentów polityki makroostrożnościowej (Dz.U. C 170 z 15.6.2013, s. 1).

Zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego ERRS/2014/1 z dnia 18 czerwca 2014 r. w sprawie wytycznych dotyczących ustalania wskaźników bufora antycyklicznego (Dz.U. C 293 z 2.9.2014, s. 1).

---

Tabela A1

## Dostępność narzędzi zarządzania płynnością w państwach członkowskich UE (źródło: 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	
Bariery umorzeniowe	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	NIE	TAK	TAK	
Wyodrębnianie aktywów niepiętnych	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	
Opłata anty-rozwodnieniowa	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK	
Opłaty za umorzenie	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	
Umorzenie w formie niepieniężnej	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	
Zawieszenie umorzeń	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	
Ruchoma wycena	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	
Pożyczanie na krótki termin	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	
Obowiązkowe bufora płynności	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	
Umowy dodatkowe	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	
Inne narzędzia/środki	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK