

I

(Beslutninger og resolutioner, henstillinger og udtalelser)

HENSTILLINGER

DET EUROPÆISKE UDVALG FOR SYSTEMISKE RISICI

DET EUROPÆISKE UDVALG FOR SYSTEMISKE RISICIS HENSTILLING

af 6. maj 2020

om likviditetsrisici i investeringsforeninger

(ESRB/2020/4)

(2020/C 200/01)

DET ALMINDELIGE RÅD FOR DET EUROPÆISKE UDVALG FOR SYSTEMISKE RISICI HAR —

under henvisning til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde,

under henvisning til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1092/2010 af 24. november 2010 om makrotilsyn på EU-plan med det finansielle system og om oprettelse af et europæisk udvalg for systemiske risici ⁽¹⁾, særlig artikel 3, stk. 2, litra b), d) og f), og artikel 16 til 18,

under henvisning til Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's afgørelse ESRB/2011/1 af 20. januar 2011 om vedtagelse af forretningsordenen for Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici ⁽²⁾, særlig artikel 15, stk. 3, litra e), og artikel 18-20, og

ud fra følgende betragtninger:

- (1) Coronavirussen (covid-19) og de dertil knyttede og nødvendige foranstaltninger til begrænsning af spredningen udgør et alvorligt og hidtil uset stød for de europæiske økonomier. På baggrund heraf meddelte Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's (ESRB) Almindelige Råd på sit møde den 2. april 2020, at den ville fokusere på fem indsatsområder, hvor koordinering mellem myndighederne i Unionen sandsynligvis er særlig vigtig med henblik på at sikre finansiell stabilitet i Unionen ⁽³⁾. Et af de fem indsatsområder vedrører de finansielle markeders likviditet og konsekvenserne for porteføljeforvaltere og forsikringssektoren.
- (2) Det kraftige fald i aktivpriserne, der blev observeret i begyndelsen af covid-19-pandemien, blev ledsaget af betydelige indløsninger fra visse investeringsforeninger og en betydelig forværring af likviditeten på de finansielle markeder. Selv om markedsvilkårene efterfølgende har stabiliseret sig, hovedsagelig som følge af målrettede foranstaltninger truffet af centralbanker, tilsynsmyndigheder og regeringer i Unionen og globalt, er der fortsat betydelig usikkerhed med hensyn til de makrofinansielle udsigter.
- (3) ESRB's tidligere vurderinger ⁽⁴⁾ af finansiell formidling uden for bankområdet har fremhævet de potentielle sårbarheder, der hidrører fra investeringsforeninger, som har korte indløsningsperioder, men investerer i mindre likvide aktiver. Sådanne likviditetsmismatch øger risikoen for yderligere pres på værdiansættelserne i perioder med stress, hvis investeringsforeningerne forsøger at sælge mindre likvide aktiver over en kort periode for at

⁽¹⁾ EUT L 331 af 15.12.2010, s. 1.

⁽²⁾ EUT C 58 af 24.2.2011, s. 4.

⁽³⁾ Jf. pressemeddelelsen udstedt efter mødet i ESRB's Almindelige Råd af 2. april 2020, tilgængelig på: <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2020/html/esrb.pr200409~a26cc93c59.en.html>.

⁽⁴⁾ Jf. eksempelvis den årlige EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2019, tilgængelig på: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/nbf_monitor/esrb.report190717_NBFImonitor2019~ba7c155135.en.pdf?aad1f4a011a6d589537645242475aa89.

imødekomme indløsninger. Dette kan føre til større tab af markedsværdi for andre finansielle institutioner med eksponeringer mod de samme eller relaterede aktiver eller en pludselig stramning af de finansielle forhold.

- (4) De gældende EU-regler omfatter særlige forpligtelser for kapitalforvaltningsselskaber med hensyn til likviditetsrisikostyring i forbindelse med de midler, de forvalter ⁽⁵⁾. For institutter for kollektiv investering i værdipapirer (undertakings for collective investment in transferable securities, »UCITS«) skal likviditetsprofilen for investeringsinstituttets investeringer tilpasses den indløsningspolitik, der er fastlagt i foreningens regler, vedtægterne eller prospektet. Ligeledes skal investeringsstrategien, likviditetsprofilen og indløsningspolitikken for alternative investeringsfonde (alternative investment funds, »AIF«) være konsistente ⁽⁶⁾. Disse regler suppleres af Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndigheds (ESMA) retningslinjer for likviditetsstresstest i UCITS og AIF'er for fondsforvaltere med henblik på regelmæssigt at teste deres foreningers modstandsdygtighed over for likviditetsrisici under normale og ekstraordinære likviditetsforhold ⁽⁷⁾.
- (5) Formålet med denne henstilling er at styrke beredskabet over for potentielle fremtidige negative stød, der kan medføre en forværring af likviditeten på de finansielle markeder, hvilket kan resultere i negative følger for den finansielle stabilitet i Unionen.
- (6) ESRB anerkender, at investeringsforeningssektoren i Unionen er stor og forskelligartet. Under hensyn til det har ESRB identificeret to segmenter som særligt prioriterede områder, hvor der er behov for en styrket kontrol ud fra et perspektiv om finansiell stabilitet.
- (7) Det første af disse segmenter er investeringsforeninger med væsentlige eksponeringer mod virksomhedernes gæld. Kort efter covid-19-pandemien var der betydelige indløsninger fra investeringsforeninger, der investerer i virksomhedernes gæld. Desuden besidder investeringsforeningerne en væsentlig del af beholdningen af de udestående ikke-finansielle virksomhedsobligationer i Unionen. Et eventuelt fremtidigt indløsningspres fra åbne investeringsforeninger med korte indløsningsperioder kan føre til, at fondsforvalterne sælger mindre likvide aktiver hurtigt og derved bidrager til en forværring af likviditetsforholdene på markederne for virksomhedsgæld. Dette kan have negative afsmittende virkninger på andre finansielle institutter, der har eksponeringer mod disse aktiver — såsom forsikringselskaber, pensionselskaber eller banker — eller en negativ indvirkning på omkostningerne og tilgængeligheden af markedsbaseret finansiering for ikke-finansielle virksomheder.
- (8) Det andet segment, som ESRB har identificeret som et særligt højt prioriteret område for styrket kontrol fra et perspektiv om finansiell stabilitet, er investeringsforeninger med betydelige eksponeringer mod fast ejendom. De folkesundhedsrestriktioner, der er nødvendige for at begrænse spredningen af covid-19, kan medføre en reduktion af omfanget af transaktioner på markedet for fast ejendom og en stigning i usikkerheden i forbindelse med værdiansættelse. Ejendomsinvesteringsfonde anslås at eje ca. en tredjedel af Unionens marked for erhvervsjendomme. Fremtidige indløsninger fra investeringsforeninger, som har væsentlige beholdninger af fast ejendom, kan bidrage til et nedadgående pres på værdiansættelserne i forbindelse med fast ejendom, hvis de ledsages af salg af aktiver i form af fast ejendom under forhold, hvor der er et begrænset transaktionsomfang. Dette kan have negative konsekvenser for andre finansielle institutter, der har eksponeringer mod fast ejendom, herunder de, der anvender fast ejendom som sikkerhedsstillelse for udlån.
- (9) At sikre, at det finansielle system i Unionen bidrager til at absorbere, snarere end at forstærke, stødet fra covid-19, kræver en betydelig koordinering både mellem tilsynsmyndigheder med ansvar for forskellige segmenter af de finansielle markeder og på tværs af grænserne. Dette er navnlig tilfældet for kapitalmarkedsaktiviteter, herunder de aktiviteter, der udføres af investeringsforeninger, hvor strømmene på tværs af grænserne er store, og den gnidningsløse afvikling af sådanne aktiviteter er baseret på en række aktører i hele det finansielle system.

⁽⁵⁾ Jf. artikel 40, stk. 4, i Kommissionens direktiv 2010/43/EU af 1. juli 2010 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF for så vidt angår organisatoriske krav, interessekonflikter, god forretningsskik, risikostyring og indholdet af aftalen mellem en depositar og et administrationsselskab (EUT L 176 af 10.7.2010, s. 42).

⁽⁶⁾ Jf. artikel 16, stk. 2, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF samt forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010 (EUT L 174 af 1.7.2011, s. 1).

⁽⁷⁾ ESMA, endelig rapport: Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs, 2. september 2019, tilgængelig på: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-882_final_report_guidelines_on_lst_in_ucits_and_aifs.pdf.

- (10) ESRB anerkender det højt prioriterede arbejde, som i øjeblikket udføres af ESMA, med hensyn til at forbedre den tilsynsmæssige konvergens på fondsforvalternes likviditetsrisikostyring. Dette omfatter de fælles tilsynsmæssige foranstaltninger vedrørende likviditetsrisikostyring for forvaltere af UCITS, der blev bebudet i 2020 ⁽⁸⁾, og ESMA's løbende koordinering af tilsynsforanstaltninger i forbindelse med covid-19.
- (11) Denne henstilling berører ikke de pengepolitiske mandater for centralbankerne i EU.
- (12) Henstillinger fra ESRB offentliggøres efter, at adressaterne er blevet underrettet, og efter at Det Almindelige Råd har underrettet Rådet for Den Europæiske Union om sin hensigt herom, og efter at Rådet har haft lejlighed til at svare —

VEDTAGET DENNE HENSTILLING:

AFDELING 1

HENSTILLING

Henstilling A — Koordinering af tilsyn med investeringsforeninger med henblik på at vurdere deres beredskab

Det henstilles, at Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA):

1. Koordinerer med de kompetente nationale myndigheder med henblik på at foretage et målrettet tilsyn med investeringsforeninger, der har betydelige eksponeringer mod virksomhedernes gæld og aktiver i form af fast ejendom, med henblik på at vurdere beredskabet i disse to segmenter af investeringsforeningssektoren over for eventuelle fremtidige negative stød, herunder en eventuel genoptagelse af betydelige indløsninger og/eller en stigning i usikkerheden i forbindelse med værdiansættelse.
2. Rapporterer til ESRB om sin analyse og om de konklusioner, der er nået med hensyn til de relevante investeringsfondes beredskab

AFDELING 2

GENNEMFØRELSE

1. Definitioner

1. I denne henstilling gælder følgende definitioner:

- a) »kompetent national myndighed« (national competent authority, »NCA«): den kompetente myndighed som defineret i artikel 2, stk. 1, litra h), i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF ⁽⁹⁾ eller i artikel 4, stk. 1, litra f), i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU ⁽¹⁰⁾
- b) »investeringsforening«: i) et institut for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitut) (undertaking for collective investment in transferable securities, »UCITS«) som defineret i artikel 1, stk. 2, i direktiv 2009/65/EF, der er godkendt i overensstemmelse med direktivets artikel 5, og ii) en alternativ investeringsfond som defineret i artikel 4, stk. 1, litra a), i direktiv 2011/61/EU.

2. Kriterier for gennemførelse

1. Følgende kriterier gælder for gennemførelsen af denne henstilling:

- a) der bør tages behørigt hensyn til proportionalitetsprincippet henset til henstillingens mål og indhold
- b) de specifikke overholdelseskriterier, der er fastsat i bilaget, bør opfyldes.

⁽⁸⁾ Jf. ESMA's pressemeddelelse af 30. januar 2020, tilgængelig på: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-common-supervisory-action-ncas-ucits-liquidity-risk-management>.

⁽⁹⁾ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (EUT L 302 af 17.11.2009, s. 32).

⁽¹⁰⁾ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF samt forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010 (EUT L 174 af 1.7.2011, s. 1).

3. Tidsfrister for opfølgning

1. I henhold til artikel 17, stk. 1, i forordning (EU) nr. 1092/2010 skal adressaterne meddele Europa-Parlamentet, Rådet, Kommissionen og ESRB hvilke handlinger, de har foretaget som svar på henstillingerne, og bagrunde eventuel manglende handling. ESMA anmodes om at fremsende meddelelsen senest den 31. oktober 2020.

4. Overvågning og vurdering

1. ESRB's sekretariat vil, hvor det er relevant:
 - a) bistå ESMA og bidrage til visse dele af analysen ud fra et perspektiv om finansiel stabilitet
 - b) koordinere proceduren for opfølgningen
 - c) yde bistand på ESMA's anmodning.
2. Det Almindelige Råd vurderer de foranstaltninger og begrundelser, som ESMA har meddelt, og træffer, i givet fald, afgørelse med hensyn til, om denne henstilling ikke er blevet fulgt, og om ESMA ikke har givet en tilfredsstillende begrundelse for at have undladt at gennemføre foranstaltninger.

Udfærdiget i Frankfurt am Main, den 6. maj 2020.

På vegne af ESRB's Almindelige Råd
Francesco MAZZAFERRO
Leder af ESRB's sekretariat

BILAG

OVERHOLDELSKRITEIRER FOR HENSTILLINGEN

For henstilling A gælder følgende overholdelseskriterier:

1. For at gøre det muligt at foretage en målrettet og rettidig udøvelse bør ESMA koordinere med de kompetente nationale myndigheder med henblik på at:
 - a) identificere de investeringsforeninger i Unionen, der har særlig store eksponeringer mod virksomhedernes gæld og ejendomsmarkederne, og som er særligt vigtige fra et makroprudentielt perspektiv. Ved at begrænse omfanget af udøvelsen til disse foreninger har denne henstilling til formål at sikre, at tilsynet kan gennemføres inden for den tid, der er til rådighed. ESMA kan også overveje andre relevante karakteristika til at identificere foreningerne, f.eks. indløsningsfrekvensen og/eller gearingsgraden.
 - b) beskæftige sig på en målrettet måde med den del af investeringsforeningerne, der er identificeret i litra a), med henblik på at hjælpe med at vurdere deres nuværende beredskab i forhold til en uventet stigning i indløsninger og/eller en stigning i usikkerheden i forbindelse med værdiansættelse, herunder danne sig et overblik over, hvordan disse foreninger på kort sigt kan reagere på eventuelle fremtidige negative stød
 - c) vurdere beredskabet for segmenterne vedrørende virksomhedernes gæld og fast ejendom i investeringsforeningssektoren og tage stilling til, om der er behov for yderligere foranstaltninger for at forbedre dette beredskab. Vurderingen bør særligt fokusere på eventuelle fremtidige stød vedrørende usikkerhed i forbindelse med indløsning og/eller værdiansættelse og tage stilling til, om der er behov for yderligere foranstaltninger — f.eks. yderligere vejledning til enten foreninger eller tilsynsmyndigheder vedrørende anvendelsen af likviditetsstyringsredskaber og/eller håndtering af usikkerheden i forbindelse med værdiansættelse.
2. Følgende hensyn bør tages i betragtning i forbindelse med tilsynet med særlig fokus på områder, der er relevante set ud fra et perspektiv om finansiel stabilitet.

a) **Foreninger med særligt store eksponeringer mod virksomhedernes gæld**

Som led i en målrettet indsats med de foreninger, der har særligt store eksponeringer mod virksomhedernes gæld, vil følgende oplysninger sandsynligvis være af særlig interesse set ud fra et perspektiv om finansiel stabilitet:

- i) *Oplysninger til vurdering af foreningernes adfærd ved begyndelsen af covid-19-pandemien.* Disse oplysninger kan omfatte følgende: i) indløsningsniveauet set i begyndelsen af covid-19-pandemien, hvor indløsninger fra en række foreninger baseret på erhvervsobligationer var forhøjet, ii) hvordan likviditetsstyringsredskaberne blev anvendt på det pågældende tidspunkt, herunder de særlige redskaber aktiveret af forskellige typer af foreninger, og iii) hvilke typer af aktiver, der blev solgt med henblik på at imødekomme indløsningerne og på hvilken måde (f.eks. ved vertikal deling).
- ii) *Oplysninger til vurdering af det nuværende beredskab:* Disse oplysninger kan omfatte beskrivelser af følgende: i) de likviditetsstyringsredskaber, der er til rådighed for de identificerede foreninger, ii) den måde hvorpå forvaltere af foreninger selv forbereder sig på eventuelle fremtidige negative stød, iii) den måde hvorpå forvaltere af foreninger selv sandsynligvis vil reagere på en eventuel genoptagelse af indløsninger, iv) de identificerede foreningers nuværende beholdninger af likvide aktiver og v) antallet og arten af investorer i foreningen (f.eks. detailhandlende versus institutionelle investorer).

b) **Foreninger med særligt store eksponeringer mod fast ejendom**

Som led i en målrettet indsats med de foreninger, der har særligt store eksponeringer mod fast ejendom, vil følgende oplysninger sandsynligvis være af særlig interesse set ud fra et perspektiv om finansiel stabilitet:

- i) *Oplysninger til vurdering af omfanget af usikkerheden i forbindelse med værdiansættelse og indløsningsaktiviteter* Disse oplysninger kan omfatte beskrivelser af følgende: i) hvis usikkerheden i forbindelse med værdiansættelse for foreninger baseret på fast ejendom i forskellige jurisdiktioner, hvis relevant, ii) måden hvorpå likviditetsstyringsredskaber indtil nu er blevet anvendt, herunder de aktiverede særlige redskaber og iii) størrelsen på indløsningsanmodningerne siden begyndelsen af covid-19-pandemien og måden hvorpå de identificerede foreninger har reageret på disse anmodninger.
- ii) *Oplysninger til vurdering af det nuværende beredskab:* Disse oplysninger kan omfatte beskrivelser af følgende: i) de strukturelle karakteristika for foreninger baseret på fast ejendom, ii) de likviditetsstyringsredskaber, der er til rådighed for de identificerede foreninger, iii) den måde hvorpå forvaltere af foreninger selv forbereder sig på eventuelle fremtidige negative stød, iv) den måde hvorpå forvaltere af foreninger selv sandsynligvis vil reagere på en stigning i usikkerheden i forbindelse med værdiansættelse/stigning i indløsninger, v) de identificerede foreningers nuværende beholdninger af likvide aktiver og vi) antallet og arten af investorer i de identificerede foreninger (f.eks. detailhandlende versus institutionelle investorer).