

I

(Rezolucje, zalecenia i Opinie)

ZALECENIA

EUROPEJSKA RADA DS. RYZYKA SYSTEMOWEGO

ZALECENIE EUROPEJSKIEJ RADY DS. RYZYKA SYSTEMOWEGO

z dnia 6 maja 2020 r.

w sprawie ryzyka płynności w funduszach inwestycyjnych

(ERRS/2020/4)

(2020/C 200/01)

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 ⁽¹⁾, w szczególności art. 3 ust. 2 lit. b), d) i f) oraz art. 16 i 18,

uwzględniając decyzję Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego ERRS/2011/1 z dnia 20 stycznia 2011 r. ustanawiającą regulamin Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego ⁽²⁾, w szczególności art. 15 ust. 3 lit. e) oraz art. 18–20,

a także mając na uwadze, co następuje:

- (1) Pandemia choroby wywołanej przez koronawirusa (COVID-19) oraz związane z nią niezbędne restrykcje stanowią poważny i bezprecedensowy wstrząs dla gospodarek europejskich. W związku z tym na posiedzeniu w dniu 2 kwietnia 2020 r. Rada Generalna Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) zapowiedziała, że skoncentruje swoją uwagę na pięciu priorytetowych obszarach, w których koordynacja między organami w Unii będzie prawdopodobnie szczególnie istotna dla utrzymania stabilności finansowej w Unii ⁽³⁾. Jeden z pięciu obszarów priorytetowych dotyczy płynności rynku finansowego oraz skutków braku płynności dla firm zarządzających aktywami i ubezpieczycieli.
- (2) Gwałtownemu spadkowi cen aktywów odnotowanemu na początku pandemii COVID-19 towarzyszył nasilony wykup jednostek uczestnictwa z niektórych funduszy inwestycyjnych oraz istotne pogorszenie płynności rynku finansowego. Chociaż następnie doszło do ustabilizowania się warunków rynkowych, w dużej mierze dzięki zdecydowanym działaniom podjętym przez banki centralne, organy nadzoru i rządy w Unii i na świecie, perspektywy makrofinansowe nadal pozostają w dużej mierze niepewne.
- (3) W poprzednich ocenach ERRS ⁽⁴⁾ dotyczących pośredników finansowych innych niż banki zwrócono uwagę na potencjalną podatność na ryzyko funduszy inwestycyjnych, które charakteryzują się krótkimi okresami wykupu, ale inwestują w aktywa o mniejszej płynności. Takie niedopasowanie płynności zwiększa ryzyko dalszej presji na wyceny aktywów w okresach występowania warunków skrajnych, jeżeli fundusze inwestycyjne będą dążyć do sprze-

⁽¹⁾ Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 1.

⁽²⁾ Dz.U. C 58 z 24.2.2011, s. 4.

⁽³⁾ Zob. komunikat prasowy wydany po posiedzeniu Rady Generalnej ERRS w dniu 2 kwietnia 2020 r. dostępny w języku angielskim pod adresem: <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2020/html/esrb.pr200409~a26cc93c59.en.html>.

⁽⁴⁾ Zob. np. roczny raport pt. „EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2019” dostępny w języku angielskim pod adresem: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/nbfi_monitor/esrb.report190717_NBFImonitor2019~ba7c155135.en.pdf?aad1-f4a011a6d589537645242475aa89.

daży aktywów o mniejszej płynności w krótkim okresie w celu realizacji umorzeń. Może to prowadzić do większych strat obliczanych według wartości rynkowej przez inne instytucje finansowe o ekspozycji wobec tych samych lub skorelowanych aktywów lub do nagłego pogorszenia warunków finansowych.

- (4) Obowiązujące przepisy unijne nakładają szczególne obowiązki na spółki zarządzające funduszami w zakresie zarządzania ryzykiem płynności w odniesieniu do zarządzanych przez nie funduszy ⁽⁵⁾. W przypadku przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) profil płynności inwestycji UCITS musi być odpowiedni do polityki umarzania określonej w regulaminie funduszu, dokumentach założycielskich lub w prospekcie informacyjnym. Podobnie w przypadku alternatywnych funduszy inwestycyjnych (AFI) strategia inwestycyjna, profil płynności i polityka umarzania muszą być spójne ⁽⁶⁾. Uzupełnieniem tych przepisów są wytyczne Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) dotyczące testów warunków skrajnych w zakresie płynności w odniesieniu do UCITS i AFI skierowane do zarządzających funduszami na potrzeby regularnego przeprowadzania przez nich testów odporności zarządzanych przez nich funduszy na ryzyko płynności w normalnych i nadzwyczajnych warunkach płynnościowych ⁽⁷⁾.
- (5) Celem niniejszego zalecenia jest zwiększenie gotowości na wypadek potencjalnych niekorzystnych wstrząsów w przyszłości, które mogą prowadzić do pogorszenia płynności rynku finansowego, co może mieć niekorzystny wpływ na sytuację w zakresie stabilności finansowej w Unii.
- (6) ERRS ma świadomość, że sektor funduszy inwestycyjnych w Unii jest obszerny i zróżnicowany. Biorąc to pod uwagę, ERRS dokonała identyfikacji dwóch jego segmentów jako obszarów o szczególnie wysokim priorytecie, wymagających zwiększonej kontroli z punktu widzenia stabilności finansowej.
- (7) Pierwszym z tych segmentów są fundusze inwestycyjne o znacznej ekspozycji na papiery dłużne przedsiębiorstw. Wkrótce po wystąpieniu pandemii COVID-19 dokonano znacznej ekspozycji na papierach dłużnych przedsiębiorstw inwestujących w papiery dłużne przedsiębiorstw. Ponadto fundusze inwestycyjne skupiają istotną część ogółu niewykupionych niefinansowych obligacji korporacyjnych w Unii. W razie wystąpienia w przyszłości presji umorzeń w otwartych funduszach o krótkim okresie wykupu mogłoby dojść do szybkiej sprzedaży aktywów o mniejszej płynności przez zarządzających funduszami, co w konsekwencji mogłoby przyczynić się do pogorszenia warunków płynności na rynkach papierów dłużnych przedsiębiorstw. Mogłoby to mieć dalszy niekorzystny wpływ na inne instytucje finansowe mające ekspozycje wobec tych aktywów – takie jak zakłady ubezpieczeń, fundusze emerytalne lub banki – lub niekorzystny wpływ na koszty i dostępność finansowania rynkowego dla przedsiębiorstw niefinansowych.
- (8) Drugi segment zidentyfikowany przez ERRS jako obszar o szczególnie wysokim priorytecie, wymagający zwiększonej kontroli z punktu widzenia stabilności finansowej, to fundusze inwestycyjne o znacznej ekspozycji na rynek nieruchomości. Ograniczenia w zakresie zdrowia publicznego, które są niezbędne w celu powstrzymania rozprzestrzeniania się COVID-19, mogą skutkować zmniejszeniem wolumenu transakcji na rynku nieruchomości oraz zwiększeniem niepewności wyceny. Szacuje się, że fundusze inwestycyjne inwestujące w nieruchomości skupiają około jednej trzeciej unijnego rynku nieruchomości komercyjnych. Przyszłe umorzenia w funduszach inwestycyjnych, które posiadają znaczne portfele nieruchomości, mogą przyczynić się do presji niżkowej w odniesieniu do wycen wartości nieruchomości, jeżeli będzie im towarzyszyć sprzedaż nieruchomości w warunkach charakteryzujących się niskim wolumenem transakcji. Mogłoby to mieć niekorzystny wpływ na inne instytucje finansowe posiadające ekspozycje wobec nieruchomości, w tym te, które wykorzystują nieruchomości jako zabezpieczenie kredytów i pożyczek.
- (9) Zadbanie o to, by system finansowy w Unii cechował się zdolnością łagodzenia wstrząsu wywołanego pandemią COVID-19, nie zaś prowadził do jego nasilenia, wymaga wzmożonej współpracy, zarówno pomiędzy organami nadzoru odpowiedzialnymi za poszczególne segmenty rynków finansowych, jak i na szczeblu międzypaństwowym. Dotyczy to w szczególności działań na rynkach kapitałowych, w tym podejmowanych przez fundusze inwestycyjne, w przypadku których przepływy transgraniczne są znaczne, a sprawność takich działań zależy od szeregu podmiotów w całym systemie finansowym.

⁽⁵⁾ Zob. art. 40 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).

⁽⁶⁾ Zob. art. 16 ust. 2 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/2/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).

⁽⁷⁾ Zob. sprawozdanie ESMA z 2 września 2019 r. pt. „Final Report: Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs” dostępne w języku angielskim pod adresem: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-882_final_report_guidelines_on_liquid_in_ucits_and_aifs.pdf.

- (10) ERRS zauważa prowadzone obecnie przez ESMA wysokopriorytetowe działania na rzecz zwiększenia konwergencji praktyk nadzorczych w zakresie zarządzania ryzykiem płynności przez zarządzających funduszami. Obejmują one ogłoszone w 2020 r. wspólne działania nadzorcze dotyczące zarządzania ryzykiem płynności przez zarządzających UCITS⁽⁸⁾ oraz prowadzoną przez ESMA bieżącą koordynację działań nadzorczych w obliczu COVID-19.
- (11) Niniejsze zalecenie nie narusza kompetencji banków centralnych Unii w zakresie polityki pieniężnej.
- (12) Zalecenia ERRS są publikowane po poinformowaniu o nich ich adresatów oraz po poinformowaniu Rady Unii Europejskiej przez Radę Generalną o zamiarze ich opublikowania i umożliwienia jej zajęcia stanowiska,

PRZYJMUJE NINIEJSZE ZALECENIE:

SEKCJA 1

ZALECENIE

Zalecenie A – Koordynacja działań nadzorczych w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych w celu oceny ich gotowości

Zaleca się, aby Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA):

- 1) współpracował z właściwymi organami krajowymi w celu przeprowadzenia ukierunkowanego ćwiczenia nadzorczego w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych o znacznej ekspozycji na papiery dłużne przedsiębiorstw i na nieruchomości w celu oceny gotowości tych dwóch segmentów sektora funduszy inwestycyjnych na możliwe niekorzystne wstrząsy w przyszłości, w tym na potencjalną ponowną falę umorzeń lub wzrost niepewności wyceny; oraz
- 2) poinformował ERRS o przeprowadzonej analizie i wyciągniętych wnioskach w odniesieniu do stopnia gotowości odpowiednich funduszy inwestycyjnych.

SEKCJA 2

IMPLEMENTACJA

1. Definicje

1. Na potrzeby niniejszego zalecenia stosuje się następujące definicje:

- a) „właściwy organ krajowy” oznacza właściwy organ w rozumieniu art. 2 ust. 1 lit. h) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE⁽⁹⁾ lub art. 4 ust. 1 lit. f) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE⁽¹⁰⁾;
- b) „fundusz inwestycyjny” oznacza: (i) przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w rozumieniu art. 1 ust. 2 dyrektywy 2009/65/WE, które uzyskało zezwolenie na prowadzenie działalności zgodnie z art. 5 tej dyrektywy; oraz (ii) alternatywny fundusz inwestycyjny w rozumieniu art. 4 ust. 1 lit. a) dyrektywy 2011/61/UE.

2. Kryteria implementacji

1. Do implementacji niniejszego zalecenia stosuje się następujące kryteria:

- a) powinna zostać zachowana zasada proporcjonalności, przy uwzględnieniu celu i treści zalecenia;
- b) powinny zostać spełnione szczególne kryteria zgodności określone w załączniku.

⁽⁸⁾ Zob. komunikat prasowy ESMA z dnia 30 stycznia 2020 r., dostępny w języku angielskim pod adresem: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-common-supervisory-action-ncas-ucits-liquidity-risk-management>.

⁽⁹⁾ 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).

⁽¹⁰⁾ 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).

3. Termin poinformowania o realizacji zalecenia

1. Zgodnie z art. 17 ust. 1 rozporządzenia (UE) nr 1092/2010 adresaci są zobowiązani poinformować Parlament Europejski, Radę, Komisję i ERRS o działaniach podjętych w odpowiedzi na zalecenia i przedstawić odpowiednie uzasadnienie w przypadku braku działania. ESMA ma obowiązek przekazać odpowiednią informację do dnia 31 października 2020 r.

4. Monitorowanie i ocena

1. W stosownych przypadkach Sekretariat ERRS:
 - a) udziela wsparcia ESMA, wnosząc wkład w niektóre części analizy z perspektywy stabilności finansowej;
 - b) koordynuje procedurę realizacji zalecenia;
 - c) na wniosek ESMA udziela mu wsparcia.
2. Rada Generalna oceni działania oraz uzasadnienia, o których informacje zostaną przekazane przez ESMA, oraz, w razie potrzeby, może stwierdzić nieodpowiednie zastosowanie się przez ESMA do niniejszego zalecenia lub brak odpowiedniego uzasadnienia niepodjęcia działań.

Sporządzono we Frankfurcie nad Menem dnia 6 maja 2020 r.

W imieniu Rady Generalnej ERRS
Francesco MAZZAFERRO
Szef Sekretariatu ERRS

ZAŁĄCZNIK

KRYTERIA ZGODNOŚCI Z ZALECENIEM

W odniesieniu do zalecenia A określa się następujące kryteria zgodności:

1. W celu przeprowadzenia ćwiczenia nadzorczego w sposób ukierunkowany i terminowy działania ESMA powinny być podjęte we współpracy z właściwymi organami krajowymi w celu:
 - a) zidentyfikowania funduszy inwestycyjnych w Unii o szczególnie dużej ekspozycji na papiery dłużne przedsiębiorstw i na nieruchomości i o szczególnie istotnym znaczeniu z perspektywy makroostrożnościowej. Ograniczenie zakresu ćwiczenia do takich funduszy ma na celu zapewnienie możliwości jego przeprowadzenia w dostępnym czasie. Dokonując wyboru funduszy, ESMA może również wziąć pod uwagę ich inne istotne cechy, na przykład częstotliwość dokonywania umorzeń lub stopień dźwigni finansowej;
 - b) podjęcia ukierunkowanych działań w odniesieniu do podgrupy funduszy inwestycyjnych zidentyfikowanych zgodnie z lit. a) w celu oceny ich aktualnego stanu gotowości na wypadek wzrostu poziomu umorzeń lub zwiększenia niepewności wycen, w tym wypracowania opinii na temat tego, jakie mogą być reakcje tych funduszy na potencjalne przyszłe negatywne wstrząsy w perspektywie krótkoterminowej;
 - c) oceny stopnia gotowości segmentu papierów dłużnych przedsiębiorstw i segmentu nieruchomości w ramach sektora funduszy inwestycyjnych oraz określenia, czy konieczne są dodatkowe działania w celu zwiększenia tej gotowości. W szczególności ocena ta powinna koncentrować się na potencjalnych przyszłych wstrząsach w zakresie umorzeń lub niepewności wyceny oraz uwzględniać ewentualną potrzebę podjęcia dodatkowych działań – na przykład wydania dodatkowych wskazówek dla funduszy lub organów nadzoru dotyczących wykorzystania narzędzi zarządzania płynnością lub sposobu postępowania w związku z niepewnością wyceny.
2. W ramach ćwiczenia nadzorczego należy wziąć pod uwagę następujące kwestie, ze szczególnym uwzględnieniem obszarów, które są istotne z punktu widzenia stabilności finansowej.

a) **Fundusze o szczególnie dużej ekspozycji na papiery dłużne przedsiębiorstw**

W ramach ukierunkowanego ćwiczenia w odniesieniu do funduszy o szczególnie dużej ekspozycji na papiery dłużne przedsiębiorstw istotne znaczenie z perspektywy stabilności finansowej mogą mieć zwłaszcza następujące informacje:

- (i) *Informacje na potrzeby oceny zachowania funduszy na początku pandemii COVID-19.* Informacje te mogą uwzględniać: (i) poziom umorzeń odnotowany na początku pandemii COVID-19, kiedy doszło do wzrostu liczby umorzeń w wielu funduszach obligacji korporacyjnych; (ii) sposób wykorzystania w tym czasie narzędzi zarządzania płynnością, w tym konkretnych narzędzi uruchomionych przez różne rodzaje funduszy; oraz (iii) wskazanie rodzajów aktywów, które zostały sprzedane w celu realizacji umorzeń, i sposobu ich sprzedaży (np. w ramach tzw. cięcia pionowego – ang. *vertical slicing*).
- (ii) *Informacje na potrzeby oceny obecnego stanu gotowości.* Informacje te mogą zawierać opis: (i) zestawu narzędzi zarządzania płynnością dostępnych dla zidentyfikowanych funduszy; (ii) sposobu, w jaki zarządzający funduszami przygotowują się na możliwe przyszłe niekorzystne wstrząsy; (iii) sposobu, w jaki zarządzający funduszami prawdopodobnie zareagowaliby na możliwy ponowny wzrost poziomu umorzeń; (iv) aktywów płynnych aktualnie posiadanych przez zidentyfikowane fundusze; oraz (v) liczby i charakteru inwestorów w funduszu (np. liczby inwestorów detalicznych w stosunku do liczby inwestorów instytucjonalnych).

b) **Fundusze o szczególnie dużej ekspozycji na nieruchomości**

W ramach ukierunkowanego ćwiczenia w odniesieniu do funduszy o szczególnie dużej ekspozycji na nieruchomości istotne znaczenie z perspektywy stabilności finansowej mogą mieć zwłaszcza następujące informacje:

- (i) *Informacje na potrzeby oceny aktualnej sytuacji w zakresie niepewności wyceny oraz umorzeń.* Informacje te mogą zawierać opis: (i) możliwych problemów związanych z niepewnością wyceny dotyczących funduszy inwestujących w nieruchomości w różnych systemach prawnych; (ii) sposobu, w jaki dotychczas stosowano narzędzia zarządzania płynnością, w tym w odniesieniu do konkretnych uruchomionych narzędzi; oraz (iii) skali wniosków o umorzenie od początku pandemii COVID-19 i sposobu, w jaki zidentyfikowane fundusze odpowiedziały na takie wnioski.
- (ii) *Informacje na potrzeby oceny obecnego stanu gotowości.* Informacje te mogą zawierać opis: (i) struktury funduszy inwestujących w nieruchomości (np. częstotliwości transakcji, terminów wypowiedzenia); (ii) zestawu narzędzi zarządzania płynnością dostępnych dla zidentyfikowanych funduszy; (iii) sposobu, w jaki zarządzający funduszami przygotowują się na możliwe przyszłe niekorzystne wstrząsy; (iv) sposobu, w jaki zarządzający funduszami prawdopodobnie zareagowaliby na możliwy wzrost niepewności wyceny/skali umorzeń; (v) aktywów płynnych aktualnie posiadanych przez zidentyfikowane fundusze; oraz (v) liczby i charakteru inwestorów w zidentyfikowanych funduszach (np. liczby inwestorów detalicznych w stosunku do liczby inwestorów instytucjonalnych).