I

(Riżoluzzjonijiet, rakkomandazzjonijiet u opinjonijiet)

RAKKOMANDAZZJONIJIET

BORD EWROPEW DWAR IR-RISKJU SISTEMIKU

RAKKOMANDAZZJONI TAL-BORD EWROPEW DWAR IR-RISKJU SISTEMIKU

tas-7 ta' Diċembru 2017

dwar il-likwidità u r-riskji tal-lieva finanzjarja fil-fondi ta' investiment

(BERS/2017/6)

(2018/C 151/01)

IL-BORD ĠENERALI TAL-BORD EWROPEW DWAR IR-RISKJU SISTEMIKU,

Wara li kkunsidra t-Trattat dwar il-Funzjonament tal-Unjoni Ewropea,

Wara li kkunsidra r-Regolament (UE) Nru 1092/2010 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-24 ta' Novembru 2010 dwar is-sorveljanza makroprudenzjali fl-Unjoni Ewropea tas-sistema finanzjarja u li jistabbilixxi Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku ([1]), u b'mod partikolari l-Artikolu 3(2)(b), (d) u (f) u l-Artikoli 16 sa 18 tiegħu,

Wara li kkunsidra d-Deċiżjoni BERS/2011/1 tal-Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku tal-20 ta' Jannar 2011 li tadotta r-Regoli tal-Proċedura tal-Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku ([2]), u b'mod partikolari l-Artikoli 18 sa 20 tagħha,

Billi:

(1) Is-settur tal-fondi ta' investiment kiber b'mod qawwi matul l-aħħar għaxar snin, kemm fl-Unjoni kif ukoll globalment, u konsegwentement il-fondi ta' investiment issa jikkostitwixxu komponent akbar tas-swieq tat-titoli. L-irwol tal-fondi ta' investiment fl-intermedjazzjoni finananzjarja huwa mistenni li jiżdied aktar f'kuntest ta' rati tal-imgħax baxxi u restrizzjonijiet fil-karta tal-bilanċ fis-settur bankarju, flimkien ma' bidliet li jirriżultaw mill-iżvilupp tal-Unjoni tas-Swieq Kapitali. L-awtoritajiet regolatorji laqgħu dan l-iżvilupp peress illi d-diversifikazzjoni tas-sorsi finanzjarji tista' tgħin biex iżżid l-effiċjenza kif ukoll ir-reżiljenza tas-sistema finanzjarja kollha.

(2) Madankollu, hemm tħassib illi żieda fl-intermedjazzjoni finanzjarja mill-fondi ta' investiment tista' tirriżulta fl-amplifikazzjoni ta' kwalunkwe kriżi finanzjarja futura. Diskrepanzi bejn il-likwidità ta' assi ta' fondi ta' investiment flessibbli u l-profili tat-tifdija tagħhom jistgħu jirriżultaw f'fire sales sabiex jiġu sodisfatti talbiet għal tifdija fi żmenijiet ta' stress fis-suq. Dawn il-fire sales jistgħu jeffettwaw b'mod negattiv parteċipanti oħra tas-suq finanzjarju li għandhm l-istess assi jew assi korrelati mill-qrib magħhom. Barra minn hekk, il-lieva finanzjarja tista' tamplifika l-impatt ta' ċaqliq negattiv fis-suq billi toħloq esponiment akbar mill-assi ta' fond ta' investiment. Minbarra dawn il-kanali ta' kuntaġju indirett, fond ta' investiment jista' jxerred ir-riskju permezz tal-interkonnettività mal-investituri tiegħu, li huwa kanal dirett li minnu x-xokkijiet jistgħu jiġu trażmessi lil istituzzjonijiet finanzjarji oħrajn.

(3) Il-fondi ta' investiment huma wkoll suxxettibbli għal bidliet fid-dinamiċi u l-istruttura tas-suq. Pereżempju, f'ambjent b'rata ta' imgħax baxxa, it-tfittxija għal rendiment tista' tinkoraġġixxi proporzjon akbar ta' investiment f'assi b'anqas likwidità. Hemm ir-riskju illi xokkijiet f'livell makro, bħal ma hija inverżjoni fil-primjums tar-riskju, jistgħu jwasslu għal talbiet għal tifdija mifruxa minn investituri f'fond ta' investiment. Dan jista' jkun partikolarment evidenti f'fondi ta' investiment li jżommu proporzjon kbir ta' assi likwidi li għandhom lieva finanzjarja qawwija u anqas assi likwidi fil-portafolli tagħhom.

([1]) ĠU L 331, 15.12.2010, p. 1.
([2]) ĠU C 58, 24.2.2011, p. 4.

(4) Barra minn dan, sakemm dan ir-riskju ma jkunx iġġestit b'mod xieraq, xi investituri jistgħu jużaw "vantaġġ ta' min jagħmel l-ewwel pass", jiġifieri investituri li jifdu qabel jew fil-fażijiet bikrin ta' sitwazzjoni ta' suq taħt stress ma jehdux l-impatt kollu ta' din is-sitwazzjoni ta' suq taħt stress, u jħalli lill-investituri rimanenti jassumu l-piż.

(5) Il-qafas leġiżlattiv attwali fl-Unjoni jinkludi miżuri imfasslin biex inaqqsu l-effetti amplifikanti tas-settur tal-fondi ta' investiment f' kriżi finanzjarja u jsaħħu r-reżiljenza tal-fondi ta' investiment. Il-qafas leġiżlattiv jinkludi d-Direttivi 2009/65/KE ([1]) u 2011/61/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill ([2]).

(6) Id-Direttivi 2009/65/KE u 2011/61/UE it-tnejn fihom rekwiżiti dwar il-ġestjoni tal-likwidità. Fondi ta' investiment alternattiv (AIFs) huma mitluba jkollhom politiki ta' tifdija li huma konsistenti mal-profil tal-likwidità tal-istrateġija ta' investiment tagħhom u biex imexxu testijiet tal-istress regolari f'kundizzjonijiet ta' likwidità kemm normali kif ukoll eċċezzjonali. Impriżi għal investiment kollettiv f'titoli trasferibbli (UCITS) huma suġġetti għal regoli ta' eliġibilità dettaljati li jirregolaw it-tip ta' assi li fihom huma jitħallew jinvestu u għandhom imexxu testijiet tal-istress fejn xieraq.

(7) Biex jindirizzaw riskji sistemiì relatati mal-lieva finanzjarja, id-Direttivi 2009/65/KE u 2011/61/UE attwalment jipprovdu bażi legali biex tiġi limitata l-akkumulazzjoni ta' lieva finanzjarja fil-fondi ta' investiment. L-Artikolu 51(3) tad-Direttiva 2009/65/KE jispeċifika limitu għall-investiment fuq l-esponimenti ta' UCITS għal strumenti derivattivi u l-Artikolu 83(2) (a) tal-istess Direttiva jispeċifika limitu massimu temporanju ta' 10 % għas-self. L-Artikolu 25(3) tad-Direttiva 2011/61/UE iħalli lil awtoritajiet nazzjonali kompetenti (NCAs) jimponu limiti fuq il-lieva finanzjarja jew restrizzjonijiet fuq il-ġestjoni ta' AIFs. Barra minn dan, l-Artikolu 25(7) tad-Direttiva 2011/61/UE jipprovdi rwol għall-Awtorità Ewropea għat-Titoli u s-Swieq (ESMA) biex tiddetermina illi l-lieva finanzjarja użata minn maniġer ta' fond ta' investiment alternattiv (AIFM), jew minn grupp ta' AIFMs, tikkostitwixxi riskju sostanzjali għall-istabilità u l-integrità tas-sistema finanzjarja u l-ESMA jista' jagħti parir lill-NCAs li jispeċifika l-miżuri rimedjali li jridu jittieħdu, inkluż il-limiti fuq il-livell ta' lieva finanzjarja.

(8) L-applikazzjoni ta' standards konsistentement għoljin fir-rigward tal-kapaċità ta' maniġers ta' fondi li jiġġestixxu riskji fl-Unjoni hija ġġustifikata biex tiżgura illi r-regolamentazzjoni tnaqqas ir-riskju sistemiku. Hemm evidenza illi l-qafas regolatorju attwali jipprovdi ġestjoni ta' riskju effettiva minn fondi ta' investiment fil-livell mikroprudenzjali. Madankollu, l-effikaċja tiegħu minn perspettiva makroprudenzjali ma hijiex ittestjata fil-parti l-kbira tagħha. L-iskop ta' din ir-Rakkomandazzjoni huwa li tindirizza riskji sistemiċi relatati ma' diskrepanzi fil-likwidità u l-użu ta' lieva finanzjarja f'fondi ta' investiment. Dan ser isaħħaħ il-qafas makroprudenzjali fl-Unjoni billi japplika fis-settur tal-ġestjoni tal-assi.

(9) Ir-Rakkomandazzjoni A hija intiża biex tindirizza r-riskji illi jistgħu jinqalgħu meta maniġers tal-fondi ma jkollhomx strumenti stabbiliti għall-ġestjoni tal-likwidità adegwati bħal ma huma t-tariffi tal-fidi, il-limiti tal-fidi, jew l-abilità biex jissospendu l-fidi b'mod temporanju. Fin-nuqqas ta' strumenti bħal dawn, il-pressjonijiet għal fidi matul żmenijiet li jkunu qegħdin jonqsu l-prezzijiet tal-assi jistgħu jikkaġunaw stress ta' likwidità mas-sistema kollha u jżidu t-tnaqqis fil-prezzijiet tal-assi, li jistgħu jwasslu għal riskji għall-istabilità finanzjarja. Id-disponibilità ta' sett ta' strumenti differenti għall-ġestjoni tal-likwidità fl-Istati Membri kollha tista' żżid il-kapaċità tal-maniġers tal-fondi li jaffaċċjaw pressjonijit għal fidi meta jkun hemm pressjoni fuq il-likwidità tas-suq. Barra minn dan, ir-Rakkomandazzjoni A issejjaħ għal aktar kjarifikazzjoni tas-sospensjoni tat-tifdija mill-BĊNi.

(10) Ir-Rakkomandazzjoni B hija intiża biex tnaqqas u tipprevjeni d-diskrepanzi eċċessivi fil-likwidità f'AIFs flessibbli. Uħud mill-AIFs flessibbli jżommu proporzjon kbir tal-investimenti tagħhom f'assi li huma inerentement anqas likwidi. Dan jinkludi fondi ta' investiment li jinvestu fi proprjetà immobbli, titoli mhux ikkwotati, self u assi alternattivi oħrajn. Hemm il-ħtieġa li fondi ta' investiment bħal dawn juru l-kapaċità tagħhom lil ANKi matul il-proċess ta' approvazzjoni, u/jew wara l-approvazzjoni, li jżommu l-istrateġija tal-investiment tagħhom f'kundizzjonijiet ta' pressjoni fis-suq.

(11) Ir-Rakkomandazzjoni C hija intiża biex tippromwovi prattiċi koerenti ta' ttestjar għal pressjoni fuq il-likwidità fil-livell tal-fond ta' investiment. Testijiet tal-istress huma għodod li jgħinu lill-maniġer tal-fond jidentifika punti potenzjalment debboli fi strateġija ta' investiment u jgħinuh fit-tħejjija ta' fond ta' invetiment għal kriżi. Jekk jintuża korrettement, bħala għodda għall-ġestjoni ta' riskju u għat-teħid ta' deċiżjonijiet, test tal-istress

([1]) Id-Direttiva 2009/65 KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tat-13 ta' Lulju 2009 dwar il-koordinazzjoni ta' liġijiet, regolamenti u dispożizzjonijiet amministrattivi li jirrelataw għal impriżi ta' investiment kollettiv f'titoli trasferibbli (UCITS) (ĠU L 302, 17.11.2009, p. 32).

([2]) Id-Direttiva 2011/61/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tat-8 ta' Ġunju 2011 dwar Maniġers ta' Fondi ta' Investiment Alternattivi u li temenda d-Direttivi 2003/41/KE u 2009/65/KE u r-Regolamenti (KE) Nru 1060/2009 u (UE) Nru 1095/2010 (ĠU L 174, 1.7.2011, p. 1).

għandhu jnaqqas ir-riskju tal-likwidità fil-livell tal-fond ta' investiment u jikkontribwixxi sabiex jitbaxxa r-riskju tal-likwidità fil-livell tas-sistema finanzjarja. Huwa mistenni li gwida dwar il-prattiċi ta' ttestjar għal pressjoni fuq il-likwidità ta' maniġers ta' fondi tnaqqas ir-riskju tal-likwidità. kemm fil-livell tal-fond ta' investiment kif ukoll fil-livell tas-sistema, u ssaħħaħ l-abilità tal-entitajiet li jiġġestixxu l-likwidità fl-aħjar interessi tal-investituri, inkluż li jiġu evitati sorpriżi u reazzjonijiet ta' emerġenza li jirriżultaw maturl perijodi ta' fidi għolja mhux mistennija.

(12) Ir-Rakkomandazzjoni D hija intiża biex tistabbilixxi qafas tal-UCITS għal rapportar armonizzat fl-Unjoni. Għalkemm bosta ġurisdizzjonijiet fl-Unjoni għandhom obbligi ta' rapportar għall-UCITS, il-prattiċi tar-rapportar ivarjaw bil-kbir bejniethom f'dak li jirrigwarda l-frekwenza tar-rapportar, l-UCITS koperti, u d-dejta rrapportata. In-nuqqas ta' qafas għal rapportar armonizzat jipprevjeni l-monitoraġġ u l-evalwazzjoni komprensiva tal-kontribut potenzjali tal-UCITS għar-riskji għall-istabilità finanzjarja. Qafas tal-UCITS għal rapportar armonizzat inaqqas ukoll ineffiċjenzi eżistenti fir-rapportar kemm għall-ANKi kif ukoll għall-industrija.

(13) Ir-Rakkomandazzjoni E hija intiża sabiex tiffaċilita l-implimentazzjoni tal-Artikolu 25 tad-Direttiva 2011/61/UE li jipprovdi għal għodda makroprudenzjali li tillimita l-lieva finanzjarja fl-AIFs. Hemm il-ħtieġa li l-użu ta' din l-għodda jiġi ċċarat billi jiġi żviluppat approċċ komuni li jiżgura illi ANKi jkunu jistgħu jużaw l-għodda b'mod armonizzat. Għaldaqstant, għandha tiġi żviluppata gwida dwar qafas għall-valutazzjoni ta' riskji ta' lieva finanzjarja u dwar id-disinn, il-kalibrazzjoni u l-implimentazzjoni ta' limiti tal-lieva finanzjarja.

(14) Din ir-Rakkomandazzjoni tirrakkomanda qafas proporzjonali għall-ġestjoni tar-riskji sistemiċi li jistgħu jinqalgħu, jew ikunu ppropagati fis-settur tal-fondi ta' investiment, filwaqt illi jżomm il-karatteristiċi ewlenin tal-fidi li jattiraw lill-investituri għal fondi ta' investiment flessibbli u jiffaċilitaw l-investiment kollettiv.

(15) Din ir-Rakkomandazzjoni tikkunsidra inizjattivi internazzjonali u Ewropej li jkunu għaddejjin dwar il-politika makroprudenzjali biex jitnaqqsu r-riskji mid-diskrepanzji fil-likwidità u mil-lieva finanzjarja fil-fondi ta' investiment u, b'mod partikolari, ix-xogħol tal-Bord għall-Istabbiltà Finanzjarja (Financial Stability Board — FSB) u l-Organizzazzjoni Internazzjonali tal-Kummissjonijiet tat-Titoli (International Organisation of Securities Commissions — IOSCO). Fit-12 ta' Jannar 2017, l-FSB ippubblika rakkomandazzjonijiet li jindirizzaw il-vulnerabilitajiet strutturali mill-attivitajiet tal-ġestjoni tal-assi li jinqalgħu minn diskrepanzi fil-likwidità u l-użu tal-lieva finanzjarja fil-fondi ta' investiment [1]. Biex jissupplimenta x-xogħol tal-FSB, l-IOSCO ingħatat il-kompitu li timplimenta r-rakkomandazzjonijiet tal-FSB. Dan il-proċess jinsab għaddej.

(16) Biex timplimenta l-elementi makroprudenzjali tal-qafas regolatorju attwali għal fondi ta' investiment u biex tiżgura ili l-ANKi jaġixxu b'mod konsistenti, din ir-Rakkomandazzjoni hija indirizzata parzjalment lill-AETS fir-rigward tar-rwol tagħha ta' faċilitazzjoni u koordinazzjoni.

(17) Biex taffaċċja riskji oħrajn ippreżentati minn fondi ta' investiment, huwa rrakkomandat illi l-Kummissjoni Ewropea tipproponi miżuri leġiżlattivi addizjonali oħrajn. Huwa rikonoxxut illi l-Kummissjoni diġa poġġiet rieżamijiet leġiżlattivi f'dan il-qasam fuq l-aġenda tagħha. Dawn ser jipprovdu opportunitá sabiex il-kwistjonijiet makroprudenzjali msemmijin fir-rakkomandazzjonijiet jiġu indirizzati.

(18) Ir-Rakkomandazzjonijiet tal-Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku (BERS) huma ppubblikati wara li l-Bord Ġenerali jkun informa lill-Kunsill tal-Unjoni Ewropea bl-intenzjoni tiegħu li jagħmel dan u jkun ipprovda lill-Kunsill b'opportunità biex jirreaġixxi,

ADOTTA DIN IR-RAKKOMANDAZZJONI:

TAQSIMA 1

RAKKOMANDAZZJONIJIET

Rakkomandazzjoni A — Strumenti għall-ġestjoni tal-likwidità ggħal-fidi

1. Huwa rrakkomandat lill-Kummissjoni li tipproponi illi l-leġiżlazzjoni tal-Unjoni tinkorpora qafas legali komuni tal-Unjoni li jirregola l-inklużjoni ta' strumenti addizzjonali għall-ġestjoni tal-likwiità (a-LMTs) fid-disinn ta' fondi ta' investiment li joriġinaw x'imkien fl-Unjoni sabiex id-deċiżjoni dwar liema a-LMTs għandhom jiġu inkorporati fid-dokumenti kostituzzjonali ta' fondi ta' investiment jew informazzjoni prekontrattwali oħra tittieħed individwalment minn kull entità responsabli għall-ġestjoni.

(1) Bord għall-Istabbiltà Finanzjarja, "Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities", Jannar 2017.

2. Huwa rrakkomandat illi l-Kummissjoni tipproponi illi l-leġiżlazzjoni tal-Unjoni tinkludi aktar dispożizzjonijiet li jispeċifikaw l-irwol tal-ANKi meta jużaw is-setgħat tagħhom biex jissospendu fidi f'sitwazzjonijiet fejn hemm implikazzjonijiet transkonfinali ta' stabbiltà finanzjarja.

3. Huwa rrakkomandat illi l-Kummissjoni tipproponi illi l-leġiżlazzjoni tal-Unjoni tistabbilixxi l-irwol ġenerali ta' faċilitazzjoni, konsultattiv u ta' koordinazzjoni fir-rigward tas-setgħat tal-ANKi li jissospendu l-fidi f'sitwazzjonijiet fejn hemm implikazzjonijiet transkonfinali ta' stabbiltà finanzjarja, b'konformità mar-Rakkomandazzjoni A(2).

Rakkomandazzjoni B — Dispożizzjoniet addizzjonali biex titnaqqas il-probabbiltà ta' diskrepanzi eċċessivi tal-likwidità

Huwa rrakkomandat illi l-Kummissjoni tipproponi illi l-leġiżlazzjoni tal-Unjoni tinkludi miżuri li jillimitaw il punt safejn l-użu tat-trasformazzjoni tal-likwidità f'AIFs flessibbli jista' jikkontribwixxi għat-tkabbir tar-riskji sistemiċi jew ir-riskju ta' swieq diżorganizzati.

Rakkomandazzjoni Ċ — Ittestjar għal stress

Sabiex tippromwovi l-konverġenza supervizorja huwa rrakkomandat illi l-AETS tizviluppa gwida dwar il-prattika li trid tiġi segwita minn maniġers għall-ittestjar għall-presjoni tar-riskju tal-likwidità għal AIFs u UCITS individwali.

Rakkomandazzjoni D — Rapportar UCITS

1. Huwa rrakkomandat illi l-Kummissjoni tipproponi illi l-leġizlazzjoni tal-Unjoni tirrikjedi illi UCITS u kumpaniji li jamminstraw l-UCITS biex jirrapportaw dejta regolarment, speċjalment fir-rigward ta' riskju tal-likwidità u lieva finanzjarja, lill-awtorità kompetenti, u biex jipprovdu din id-dejta lill-ANK relevanti jekk ma tkunx l-awtorità kompetenti għall-finijiet tar-rapportar UCITS.

2. Huwa rrakkomandat illi l-Kummissjoni tipproponi illi d-dejta msemmija fir-Rakkomandazzoni D (1) tiġi rrapportata, f'qafas ta' rapportar, tal-anqas fuq bazi trimestrali permezz ta' proporzjon suffiċjentement relevanti, minn perspettiva ta' stabbiltà finanzjarja, tal-UCITS u l-kumpaniji kollha li jamministraw l-UCITS. Bħala minimu, subsett suffiċjenti tas-sett ta' dejta għandu jkun irrapportat ta' kull sena minn proporzjon rapprezentattiv tal-UCITS u l-kumpaniji kollha li jamministraw l-UCITS.

3. Huwa rrakkomandat illi l-Kummissjoni tipproponi illi l-ANKi jagħmlu d-dejta msemmija fir-Rakkomandazzjoni D(1) disponibbli lill-ANKi tal-Istati Membri relevanti oħrajn, lill-AETS u 'l-BERS.

Rakkomandazzjoni E — Gwida dwar l-Artikolu 25 tad-Direttiva 2011/61/UE

1. Huwa rrakkomandat illi l-AETS tagħti gwida dwar il-qafas biex jiġi vvalutat il-punt safejn l-uzu ta' lieva finanzjarja fis-settur AIF jikkontribwixxi għall-akkumulazzjoni ta' riskju sistemiku fis-sistema finanzjarja.

2. Huwa rrakkomandat illi l-AETS tagħti gwida dwar id-disinn, il-kalibrazzjoni u l-implimentazzjoni tal-limiti tal-lieva finanzjarja makroprudenzjali.

3. Huwa rrakkomandat illi l-AETS tagħti gwida dwar kif l-ANKi għandhom jinnotifikaw lill-AETS, lill-BERS un lil ANKi oħrajn dwar l-intenzjoni tagħhom li jimplimentaw miżuri makroprudenzjali taħt l-Artikolu 25(3) tad-Direttiva 2011/61/UE.

4. Huwa rrakkomandat illi l-AETS tuża l-informazzjoni li tirċievi mingħand l-ANKi skont l-Artikolu 25(3) tad-Direttiva 2011/61/UE biex toħloq parametru referenzjarju u taqsam l-għarfien ma' awtoritajiet makroprudenzjali nazzjonali u mal-BERS dwar prattiċi fuq l-użu ta' limiti għal-lieva finanzjarja u l-impożizzjoni ta' restrizzjonijiet oħrajn fuq il-ġestjoni ta' AIFs.

TAQSIMA 2

IMPLIMENTAZZJONI

1. **Definizzjonijiet**

1. Għall-finijiet ta' din ir-Rakkomandazzjoni, japplikaw id-definizzjonijiet li ġejjin:

(a) "strumenti addizzjonali għall-ġestjoni tal-likwidità" (a-LMT) tfisser strumenti li jgħinu lil AIFs flessibbli u UCITS, kif ukoll il-maniġers tagħhom jiġġestixxu talbiet għal tifdija b'mod xieraq u effettiv f'kull ħin u speċjalment f'kundizzjonijiet ta' suq taħt stress. Dawn l-istrumenti għandhom jinkludu miżuri ta' wara l-fatt, bħal ma huma: sospensjonijiet ta' tifdijiet jew tifdijiet differiti ("passaġġi"/perijodi ta' notifika estendibbli), u miżuri preventivi bħall-allokazzjoni ta' kostijiet tan-negozjar lil investituri li jissottoskrivu/jifdu (imposti għal ipprezzar swing/kontra d-dilwizzjoni);

(b) "fondi ta' investiment alternattivi" (alternative investment funds — AIFs) tfisser impriżi ta' investiment kollettiv kif iddefiniti fl-Artikolu 4(1)(a) tad-Direttiva 2011/61/UE;

(c) "maniġers ta' fondi ta' investiment alternattivi" (AIFMs) għandha l-istess tifsira bħal dik fl-Artikolu 4(1)(b), mingħajr ħsara għall-esklużjonijiet stipulati fl-Artikolu 2(3) u l-eżenzjonijiet stipulati fl-Artikolu 3 tad-Direttiva 2011/61/UE;

(d) "AIFMs ta' AIFs flessibbli" tfisser dawk li jaqgħu fil-kategorija ddefinita fl-Artikolu 1(2) tar-Regolament Iddelegat tal-Kummissjoni (UE) Nru 694/2014 ([1]);

(e) "entità responsabbli għall-maniġment" tfisser: (i) kumpanija tal-maniġment kif iddefinita fl-Artikolu 2(1)(b) tad-Direttiva 2009/65/KE; (ii) UCITs ikkostitwita bħala kumpanija ta' investiment li għadha ma nnominatx kumpanija tal-maniġment kif stipulat fid-Direttiva 2009/65/KE; (iii) AIFM kif speċifikat fl-Artikolu 4(1)(b) tad-Direttiva 2011/61/UE; u (iv) AIF immaniġġjat internament, ikkostitwit bħala kumpanija ta' investiment li għadu ma nnominax AIFM imsemmi fl-Artikolu 5(1)(b) tad-Direttiva 2011/61/UE;

(f) "lieva finanzjarja" tfisser kull metodu li permezz tiegħu fond tal-investiment iżid l-esponiment tiegħu b'aktar mill-assi tal-fond kemm jekk permezz tas-self ta' kontanti jew titoli jew lieva finanzjarja inkorporati f'pożizzjonijiet derivattivi jew permezz ta' kull mezz ieħor;

(g) "awtorità nazzjonali kompetenti" (ANK) tfisser l-awtorità kompetenti kif iddefinit fl-Artikolu 2(1)(h) tad-Direttiva 2009/65/KE jew fl-Artikolu 4(1)(f) tad-Direttiva 2011/61/UE kif applikabbli;

(h) "riskju sistemiku" għandha l-istess tifsira mogħtija fl-Artikolu 2(c) tar-Regolament (UE) Nru 1092/2010;

(i) "impriża għall-investiment kollettiv f'titoli trasferibbli" (UCITS) tfisser impri/a kif iddefinita fl-Artikolu 1(2) tad-Direttiva 2009/65/KE li tkun ġiet awtorizzata b'konformità mal-Artikolu 5 ta' dik id-Direttiva;

(j) "kumpanija tal-maniġment UCITS" għandha l-istess tifsira bħal fl-Artikolu 2(1)(b) tad-Direttiva 2009/65/KE;

2. L-Annessi I u II jifformaw parti integrali ta' din ir-Rakkomandazzjoni. F'każ ta' kunflitt bejn it-test ewlieni u l-Annessi, jipprevali t-test ewlieni.

2. **Kriterji għall-implimentazzjoni**

1. Il-kriterji li ġejin japplikaw għall-implimentazzjoni ta' din ir-Rakkomandazzjoni:

(a) ir-Rakkomandazzjoni tkopri AIFs, AIFMs, UCITS u kumpaniji tal-maniġment UCITS;

(b) l-arbitraġġ regolatorju għandu jiġi evitat;

(c) għandha tingħata l-kunsiderazzjoni dovuta lill-prinċipju ta' proporzjonalità, filwaqt illi jitqies l-għan u l-kontenut ta' kull rakkomandazzjoni;

(d) il-kriterji ta' konformità stipulati fl-Anness I.

2. Id-destinatarji huma mitluba jirrapportaw lill-BERS u lill-Kunsill dwar l-azzjonijiet meħuda b'risposta għal din ir-Rakkomandazzjoni, jew jiġġustifikaw b mod adegwat kull nuqqas ta' azzjoni. Bħala minimu r-rapporti għandhom jinkludu:

(a) tagħrif dwar is-sustanza u l-iskeda taż-żmien tal-azzjonijiet meħuda, inkluż azzjonijiet meħuda fil-konfront tal-Awtoritajiet superviżorji Ewropej, fejn applikabbli;

(b) valutazzjoni tal-funzjonament tal-azzjonijiet imwettqa, waqt li jitqiesu l-objettivi ta' din ir-Rakkomandazzjoni;

(c) ġustifikazzjoni dettaljata ta' kull nuqqas ta' azzjoni jew devjazzjoni minn din ir-Rakkomandazzjoni, inkluż kull dewmien.

3. **Skeda ta' żmien għas-segwitu**

Id-destinatarji huma mitluba li jirrapportaw lill-BERS u lill-Kunsill dwar l-azzjonijiet meħuda b'risposta għal din ir-Rakkomandazzjoni, jew li jiġġustifikaw b'mod adegwat kwalunkwe nuqqas ta' azzjoni, skont l-iskedi ta' żmien li ġejjin:

1. Rakkomandazzjoni A

Sal-31 ta' Diċembru 2020, il-Kummissjoni hija mitluba tibgħat rapport lill-BERS u lill-Kunsill dwar l-implimentazzjoni tar-Rakkomandazzjonijiet A(1), A(2) u A(3).

([1]) Ir-Regolament ta' Delega tal-Kummissjoni (UE) Nru 694/2014 tas-17 ta' Diċembru 2013 li jissupplimenta r-Regolament (UE) Nru 61/2013 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill fir-rigward tal-istandards tekniċi regolatorji li jiddeterminaw it-tipi ta' maniġers ta' fondi ta' investiment alternattiv (ĠU L 183, 24.6.2014, p. 18).

2. Rakkomandazzjoni B

Sal-31 ta' Diċembru 2020, il-Kummissjoni hija mitluba tibgħat rapport lill-BERS u lill-Kunsill dwar l-implimentazzjoni tar-Rakkomandazzjoni B.

3. Rakkomandazzjoni Ċ

Sat-30 ta' Ġunju 2019, l-AETS hija mitluba tibgħat il-gwida msemmija fir-Rakkomandazzjoni Ċ lill-BERS u lill-Kunsill.

4. Rakkomandazzjoni D

Sal-31 ta' Diċembru 2020, il-Kummissjoni hija mitluba tibgħat rapport lill-BERS u lill-Kunsill dwar l-implimentazzjoni tar-Rakkomandazzjonijiet D(1), D(2) u D(3).

5. Rakkomandazzjoni E

(a) Sat-30 ta' Ġunju 2019, l-AETS hija mitluba tibgħat il-gwida msemmija fir-Rakkomandazzjonijiet E(1), E(2) u E(3) lill-BERS u lill-Kunsill;

(b) Mill-31 ta' Diċembru 2019, l-AETS hija mitluba tagħti l-informazzjoni msemmija fir-Rakkomandazzjoni E(4) lill-awtoritajiet nazzjonali makroprudenzjali u lill-BERS, tal-anqas ta' kull sena.

4. Monitoraġġ u evalwazzjoni

1. Is-Segretarjat tal-BERS għandu:

(a) jassisti lid-destinatarji, billi jiżgura l-koordinazzjoni tar-rapportar u l-forniment tal-mudelli relevanti, u jagħti dettalji fejn meħtieġ dwar il-proċedura u l-iskeda ta' żmien għas-segwitu;

(b) jivverifika s-segwitu mid-destinatarji, jipprovdi assistenza fuq talba tagħhom, u jissottimetti rapporti ta' segwitu lil-Bord Ġenerali permezz tal-Kumitat ta' Tmexxija.

2. Il-Bord Ġenerali għandu jivvaluta l-azzjonijiet u l-ġustifikazzjonijiet irrapportati mid-destinatarji u, fejn xieraq, jista' jiddeċiedi li din ir-Rakkomandazzjoni ma ġietx segwita u li destinatarju naqas milli jipprovdi ġustifikazzjoni adegwata għan-nuqqas t'azzjoni tiegħu.

Magħmul fi Frankfurt am Main, is-7 ta' Diċembru 2017.

Kap tas-Segretarjat tal-BERS, f'isem il-Bord Ġenerali tal-BERS.

Francesco MAZZAFERRO

ANNESS I

KRITERJI TA' KONFORMITÀ GĦAR-RAKKOMANDAZZJONIJIET

Rakkomandazzjoni A

Għal **Rakkomandazzjoni A**, qegħdin jiġu definiti l-kriterji ta' konformità li ġejjin.

A(1) — Disponibbiltà ta' strumenti addizzjonali għall-ġestjoni tal-likwidità

Il-leġiżlazzjoni tal-Unjoni għandha tħalli li firxa wiesgħa ta' strumenti addizzjonali għall-ġestjoni tal-likwidità (a-LMTs) tkun legalment disponibbli fil-livell tal-Unjoni filwaqt li tirrikonoxxi illi maniġers tal-assi għandhom iġorru r-responsabbiltà primarja għall-attivazzjoni u l-implimentazzjoni tal-a-LMTs u li uħud mill-istrumenti ma jkunux adatti jew neċessarji għat-tipi kollha ta' fondi flessibbli. L-a-LMTs għandhom jappoġġjaw fondi ta' investiment alternattivi flessibbli (AIFs) u impriżi għal investiment kollettiv f'titoli trasferibbli (UCITS), kif ukoll il-maniġers tagħhom, biex jiġġestixxu talbiet għal fidi b'mod xieraq u effettiv f'kull ħin u speċjalment f'kundizzjonijiet ta' suq taħt stress.

Il-bidliet proposti mill-Kummissjoni għal-leġiżlazzjoni relevanti tal-Unjoni għandhom jinkludu obbligi għal:

(a) maniġers ta' fondi ta' investiment alternattivi (AIFMs) ta' AIFs flessibbli u kumpanniji ta' ġestjoni UCITS biex jevalwaw l-a-LMTs kollha disponibbli u speċifikament biex jevalwaw liema minnhom huma adatti għall-istrateġiji ta' investiment tal-fondi li jiġġestixxu u għandhom ikunu inklużi fid-dokumenti kostituttivi jew informazzjoni pre-kontrattwali oħra sabiex jiġu eżerċitati kemm f'kundizzjonijiet ta' suq normali kif ukoll taħt pressjoni u biex jipprovdu lil investituri bi trasparenza suffiċjenti fir-rigward ta' dawn l-istrumenti;

(b) AIFMs ta' AIFs flessibbli u kumpanniji ta' ġestjoni UCITS għandhom jinkludu, bħala minimu, is-setgħa li jissospendu l-fidi, partikolarment f'kundizzjonijiet ta'suq taħt pressjoni, fid-dokumenti kostituttivi jew f'informazzjoni pre-kontrattwali oħra tal-fondi li jiġġestixxu;

(c) AIFMs ta' AIFs flessibbli u kumpanniji ta' ġestjoni UCITS biex jiżguraw illi l-kapaċità operattiva neċessarji u l-ippjanar ta' kontinġenza huma disponibbli għall-attivitazzjoni tempestiva ta' kull a-LMT li jistgħu jużaw;

(d) AIFMs ta' AIFs flessibbli u kumpanniji ta' ġestjoni UCITS biex jirrapportaw lill-awtoritajiet nazzjonali kompetenti (ANKi) dwar l-implimentazzjoni u użu tal-a-LMTs f'kundizzjonijiet ta' suq taħt pressjoni;

(e) l-Awtorità Ewropea għat-Titoli u s-Swieq (AETS), wara li tikkunsidra l-opinjoni tal-Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku (BERS) fir-rigward ta' kwistjonijiet makroprudenzjali, biex tiżviluppa gwida dwar:

i. definizzjonijiet u karatteristiċi tal-a-LMTs;

ii. il-kriterji għall-evalwazzjoni tal-adegwatezza taħt il-punt A(1)(a);

iii. ir-rekwiżiti ta' trasparenza għall-a-LMTs stabbiliti taħt il-punt A(1)(a);

iv. prinċipji ta' livell għoli dwar kif l-a-LMTs għandhom jiġu implimentati fil-proċess tal-ġestjoni tal-likwidità tal-fond;

v. kif tevalwa u tittratta l-konsegwenzi potenzjali mhux intenzjonati meta tintuża l-a-LMTs;

vi. ir-rekwiżit li tirrapporta lill-ANKi skont il-punt A(1)(d); u

vii. il-livell ta' trasparenza fir-rigward ta' investituri meta l-a-LMTs jiġu attivati u waqt l-użu tagħhom.

Il-gwida għandha tqis l-ippjanar neċessarju ta' kontinġenza li għandu japplika minn qabel, kif meħtieġ skont il-punt A(1)(c), biex jippermettu tali a-LMTs jiġu attivati minnufih u b'mod effettiv.

A (2) — Dispożizzjonijiet ulterjuri dwar is-sospensjoni tan-ANKi ta' fidi b'implikazzjonijiet transkonfinali ta' stabbiltà finanzjarja

Il-bidliet proposti tal-Kummissjoni għal-leġiżlazzjoni tal-Unjoni għandhom jinkludu:

(a) kjarifika tar-rwoli rispettivi tal-ANKi u l-kooperazzjoni bejniethom fir-rigward tas-sospensjoni ta' fidi għal skopijiet ta' stabbiltà finanzjarja transkonfinali fejn l-AIF jew UCITS huma stabbiliti fi Stat Membru wieħed iżda għandu AIFM jew kumpannija ta' ġestjoni UCITS stabbilita fi Stat Membru ieħor, jiġifieri implikazzjonijiet transkonfinali;

(b) obbligu għall-ANKi, meta jeżerċitaw is-setgħat biex jidderieġu s-sospensjoni tal-fidi għal skopijiet ta' stabbiltà finanzjarja transkonfinali, biex jinnotifikaw lil ANKi, AETS u BERS rilevanti oħra qabel ma jeżerċitaw dawk is-setgħat.

A (3) — Aktar dispożizzjonijiet dwar ir-rwol tal-AETS fir-rigward tal-ANKi li jissospendu l-fidi b'implikazzjonijiet transkonfinali ta' stabbiltà finanzjarja

Il-bidliet proposti tal-Kummissjoni għal-leġiżlazzjoni rilevanti tal-Unjoni għandhom jinkludu obbligu għall-AETS biex tiżgura li tissodisfa rwol ta' faċilitazzjoni, konsulenza u koordinazzjoni ġenerali fir-rigward tas-setgħat tal-ANK biex jissospendu fidi fejn ikun hemm implikazzjonijiet transkonfinali ta' stabbiltà finanzjarja.

Rakkomandazzjoni B

Għal **Rakkomandazzjoni B**, qegħdin jiġu speċifikati l-kriterji ta' konformità li ġejjin:

Il-bidliet propostti mill-Kummissjoni għal-leġiżlazzjoni relevanti tal-Unjoni għandhom jinkludu:

(a) l-għoti ta' poteri lill-AETS biex tħejji u taġġorna lista ta' assi inerentement inqas likwidi, abbażi tal-analiżi proprja tal-AETS wara li tqis l-opinjonijiet tal-BERS dwar kwistjonijiet makroprudenzjali u dawk tal-Awtorità Bankarja Ewropea u tal-Awtorità Ewropea dwar l-Assigurazzjoni u Pensjonijiet tax-Xogħol fir-rigward ta' kwistjonijiet ta' konsistenza transsettorjali. Fil-kompilazzjoni ta' din il-lista, l-AETS għandha tikkunsidra, bħala minimu, proprjetà immobbli, titoli mhux ikkwotati, self u assi alternattivi oħra li jidhru inerentement inqas likwidi. L-analiżi għandha tqis, inter alia, iż-żmien li tieħu biex tillikwida dawk l-assi taħt kundizzjonijiet ta' suq taħt stress;

(b) rekwiżit għal AIFM ta' AIFs flessibbli li l-għan tagħhom huwa li jinvestu b'mod sinifikanti f'assi inklużi fil-lista ta' assi inerentement inqas likwidi taħt il-punt B (a), biex juru lill-ANKi l-kapaċità tagħhom li jżommu l-istrateġija ta' investiment tagħhom taħt kundizzjonijiet tas-suq prevedibbli. Il-valutazzjoni għandha tinkludi, fost ħwejjeġ oħra, politiki mfassla għall-fidi, l-implimentazzjoni tal-a-LMTs u/jew limiti interni ta' assi inklużi fil-lista ta' assi inerentement anqas likwidi skont il-punt B (a). Limiti interni bħal dawn, jekk jintużaw, għandhom imbagħad jiġu żvelati lill-ANKi fil-bidu tal-fondi rilevanti u jiġu rrappurtati wara dan kull meta jinbidlu dawn il-limiti. In-notifika lill-investituri għandu tiġi implimentata wkoll abbażi ta' gwida li għandha tiġi żviluppata mill-AETS;

(c) id-diskrezzjoni li jiġu imposti dispożizzjonijiet transitorji għal AIFM ta' AIFs flessibbli li jispeċifikaw iż-żmien permess biex jikkonformaw mal-leġiżlazzjoni meta l-assi huma miżjuda mal-lista ta' assi inerentement anqas likwidi skont il-punt B(a), u meta jinkisru limiti interni, fejn ikun utli, sabiex jiġi evitat kull effett mhux intenzjonat u ta' ħsara.

Rakkomandazzjoni C

Għal **Rakkomandazzjoni C**, qegħdin jiġu definiti l-kriterji ta' konformità li ġejjin:

Il-gwida maħruġa dwar l-ittestjar tal-istress tal-likwidità mill-AETS għandha tinkludi, iżda mhix limitata għal:

(a) id-disinn ta' xenarji tal-ittestjar tal-istress tal-likwidità;

(b) il-politika tat-test tal-istress tal-likwidità, inkluż l-użu intern tar-riżultati tat-test tal-istress tal-likwidità;

(c) kunsiderazzjonijiet għan-naħat tal-assi u l-obbligazzjonijiet tal-karti tal-bilanċ tal-fond ta' investiment; u

(d) iż-żmien u l-frekwenza għall-fondi individwali biex iwettqu t-testijiet tal-istress tal-likwidità.

Tali gwida għandha tkun ibbażata fuq ir-rekwiżiti tal-ittestjar tal-istress stabbiliti fid-Direttiva 2011/61/UE u kif il-parteċipanti tas-suq iwettqu l-ittestjar tal-istress.

Rakkomandazzjoni D

Għal **Rakkomandazzjoni D**, qegħdin jiġu definiti l-kriterji ta' konformità li ġejjin:

D (1) — Obbligi ta' rappurtar għall-kumpanniji ta' ġestjoni UCITS u UCITS

Il-bidliet proposti tal-Kummissjoni għal-leġiżlazzjoni rilevanti tal-Unjoni għandhom jinkludu obbligi ta' rappurtar li jkopru kemm dejta maniġerjali kif ukoll dejta speċifika għal fondi filwaqt li jirriflettu wkoll l-ispeċifiċitajiet tal-UCITS. Id-dejta rrappurtata għandha tippermetti monitoraġġ suffiċjenti ta' vulnerabilitajiet potenzjali li jistgħu jikkontribwixxu għal riskju sistemiku, u għandhom ikopru, bħala minimu:

(a) il-valur tal-assi taħt ġestjoni għall-UCITS kollha ġestiti minn kumpannija tal-maniġment;

(b) strumenti nnegozjati u skoperturi individwali;

(c) strateġija ta' investiment;

(d) espożizzjoni globali/lieva finanzjarja;

(e) ittestjar għal stress

(f) tekniki ta' ġestjoni tal-portafoll effiċjenti;

(g) riskju ta' kontroparti/kollaterali;

(h) riskju ta' likwidità;

(i) riskju ta' kreditu; u

(j) volumi tal-kummerċ.

Il-Kummissjoni għandha tipproponi, fejn xieraq, armonizzazzjoni tar-rekwiżiti ġenerali ta' rappurtar dwar fondi ta' investiment u l-maniġers tagħhom, b'mod partikolari bejn ir-rappurtar rakkomandat tal-UCITS u l-miżuri diġà implimentati għar-rappurtar skont id-Direttiva 2011/61/UE. F'dan ir-rigward, il-Kummissjoni għandha tqis ukoll ir-rekwiżiti ta' rappurtar skont ir-Regolament (UE) 2017/1131 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill [1]. Din l-armonizzazzjoni għandha tippermetti l-użu ta' pjattaformi ta' rappurtar eżistenti, tikseb sinerġiji u tevita piżijiet għalxejn fuq il-maniġers tal-assi.

Il-bidliet tal-Kummissjoni għal-leġiżlazzjoni tal-Unjoni għandhom jinkludu wkoll dispożizzjoni li tiddikjara li jekk l-ANK tal-maniġer tal-UCITS hija differenti mill-ANK tal-UCITS innifisha, il-maniġer tal-UCITS għandu, meta mitlub, jipprovdi wkoll l-informazzjoni rrappurtata lill-ANK tal-UCITS.

Rakkomandazzjoni D(2) — Frekwenza u kopertura tal-obbligi tar-rappurtar għall-UCITS u l-kumpanniji li jamministraw l-UCITS

Il-bidliet proposti tal-Kummissjoni għal-leġiżlazzjoni tal-Unjoni għandhom jinkludu r-rekwiżiti li ġejjin:

(a) id-dejta msemmija fir-Rakkomandazzjoni D (1) hija rrappurtata bħala minimu kull tliet xhur biex tippermetti monitoraġġ effettiv tar-riskji ta' stabbiltà finanzjarja filwaqt li tindirizza wkoll l-aspetti tal-proporzjonalità fir-rigward tal-entitajiet meħtieġa biex jirrappurtaw;

(b) l-assi totali taħt il-ġestjoni tal-kumpannija ta' ġestjoni u l-assi ġestiti minn fondi tal-UCITS individwali għandhom jiġu kkunsidrati meta jiġi stabbilit l-ambitu għar-rappurtar, biex b'hekk jiġi żgurat li parti suffiċjenti tal-industrija tkun koperta mir-rapportar, sabiex jiġu indirizzati r-riskji għall-istabbiltà finanzjarja.

D (3) — Rappurtar armonizzat u qsim ta' informazzjoni

Il-bidliet proposti tal-Kummissjoni għal-leġiżlazzjoni tal-Unjoni għandhom jinkludu obbligu għall-informazzjoni msemmija fir-Rakkomandazzjoni D (1) li tkun disponibbli għall-ANKi ta' Stati Membri rilevanti oħra, l-AETS u l-BERS sabiex tiġi żgurata l-armonizzazzjoni tar-rappurat tad-dejta UCITS mal-prattiki ta' qsim tad-dejta skont id-Direttiva 2011/61/UE. F'dan il-kuntest, il-Kummissjoni għandha tqis ukoll ir-rekwiżiti ta' rappurtar taħt ir-Regolament (UE) 2017/1131.

Rakkomandazzjoni E

Għal **Rakkomandazzjoni E**, qegħdin jiġu definiti l-kriterji ta' konformità li ġejjin:

E (1) — Valutazzjoni tar-riskju sistemiku relatat mal-lieva finanzjarja

Il-gwida maħruġa mill-AETS għandha tinkludi:

(a) sett minimu komuni ta' indikaturi li għandhom jitqiesu mill-ANKi matul il-valutazzjoni tagħhom;

(b) struzzjonijiet biex jiġu kkalkulati l-indikaturi msemmija fil-punt E(1)(a) ibbażati fuq dejta ta' rappurtar skont l-Artikolu 24 tad-Direttiva 2011/61/UE; u

(c) deskrizzjonijiet kwalitattivi u, fejn fattibbli, kwantitattivi tal-interpretazzjoni tal-indikaturi fil-kuntest tal-qafas tal-valutazzjoni.

[1] Ir-Regolament (UE) 2017/1131 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-14 ta' Ġunju 2017 dwar fondi tas-suq monetarju (ĠU L 169, 30.6.2017, p. 8).

Is-sett komuni ta' indikaturi msemmija fil-punt E(1)(a) għandu:

(1) jiffaċilita l-evalwazzjoni tal-livell, is-sors u l-użanzi differenti tal-lieva finanzjarja;

(2) jiffaċilita l-valutazzjoni tal-kanali ewlenin li permezz tagħhom ir-riskju sistemiku jista' jimmaterjalizza, jiġifieri fire sales, spillovers diretti lejn istituzzjonijiet finanzjarji, u l-interruzzjoni tal-intermedjazzjoni tal-kreditu; u

(3) ikun operabbli u suffiċjenti biex ANKi jinfurmaw lill-AETS, b'konnessjoni mal-parir tagħha skont l-Artikolu 25(6) tad-Direttiva 2011/61/UE u l-prinċipji stabbiliti fl-Artikolu 112 tar-Regolament ta' Delega tal-Kummissjoni (UE) Nru 231/2013 [1], jekk il-kundizzjonijiet biex jiġu imposti limiti ta' lieva finanzjarja jew restrizzjonijiet oħra fuq il-ġestjoni ta' AIFs ġewx issodisfatti.

Rakkomandazzjoni E(2) — Limiti tal-lieva finanzjarja makroprudenzjali

Il-gwida maħruġa mill-AETS għandha tinkludi:

(a) deskrizzjoni tat-tipi varji ta' limiti ta' lieva finanzjarja, inkluża valutazzjoni tal-effettività u l-effiċjenza tagħhom biex itaffu l-lieva finanzjarja eċċessiva;

(b) sett ta' prinċipji li għandhom jitqiesu mill-ANKi meta jikkalibraw il-limiti ta' lieva finanzjarja. Bħala minimu dawn il-prinċipji għandhom jinkludu dawn kollha li ġejjin: (i) dikjarazzjoni li tipprovdi għal limiti ta' lieva finanzjarja li għandhom ikunu bbażati fuq il-miżuri ta' lieva finanzjarja stabbiliti fid-Direttiva 2011/61/UE, (ii) kriterji biex jiġu applikati limiti ta' lieva finanzjarja, u (iii) il-prinċipji dwar ir-reviżjoni perjodika tal-limiti tal-lieva finanzjarja;

(c) sett ta' prinċipji li għandhom jitqiesu mill-ANKi meta jikkunsidraw l-impożizzjoni ta' limiti ta' lieva finanzjarja, bħala minimu li jkopri dawn kollha li ġejjin: (i) prinċipji għal approċċ ibbilanċjat bejn regoli bbażati fuq konfigurazzjoni ta' limiti diskrezzjonali; (ii) il-prinċipji relatati mal-interazzjoni ma' miżuri ta' politika oħra; (iii) il-prinċipji għall-koordinazzjoni fost l-awtoritajiet tal-Unjoni.

E (3) — Proċedura ta' notifika

Il-gwida maħruġa mill-AETS għandha tippermetti lill-ANKi biex jinnotifikaw lill-AETS, lill-BERS u ANKi rilevanti oħra. B'mod partikolari, din il-gwida għandha tinkludi, imma ma tkunx limitata għal, proċedura operattiva effiċjenti u mudelli għal ittri ta' notifika u rekwiżiti ta' rappurtar dwar l-evalwazzjoni tan-ANKi tal-ħtieġa li jiġu implimentati miżuri makroprudenzjali skont l-Artikolu 25(3) tad-Direttiva 2011/61/UE.

E (4) — Standards Referenzjali

L-AETS għandha taqsam, fuq bażi annwali, ma' awtoritajiet makroprudenzjali nazzjonali u l-BERS:

(a) ir-riżultati, jekk ikun hemm, tal-eżerċizzju tal-istandards referenzjali tagħha;

(b) il-prattiki, jekk ikun hemm, fir-rigward tal-użu ta' limiti ta' lieva finanzjarja u l-impożizzjoni ta' restrizzjonijiet oħra fuq il-ġestjoni tal-AIF li jużaw informazzjoni riċevuta mill-ANKi skont l-Artikolu 25(3) tad-Direttiva 2011/61/UE.

---

[1] Regolament ta' Delega tal-Kummissjoni (UE) Nru 231/2013 tad-19 ta' Diċembru 2012 li jissupplimenta d-Direttiva 2011/61/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill fir-rigward tal-eżenzjonijiet, kundizzjonijiet ġenerali tal-operat, id-depożitarji, l-ingranaġġ, it-trasparenza u s-superviżjoni (ĠU L 83, 22.3.2013, p. 1).

ANNESS II

RAĠUNI EKONOMIKA U VALUTAZZJONI

WERREJ

Paġna

Lista ta' taqsiriet		12
I.	**Introduzzjoni**	13
II.	**Rakkomandazzjoni BERS dwar il-likwidità u r-riskji tal-leverage fil-fondi ta' investiment**	17
II.1	**Rakkomandazzjoni A — Strumenti għall-ġestjoni tal-likwidità għall-fidi**	17
II.1.1	Raġuni ekonomika u effetti intenzjonati	17
	Rakkomandazzjoni A(1) — Disponibbiltà ta' strumenti addizzjonali għall-ġestjoni tal-likwidità	17
	Rakkomandazzjonijiet A(2) u A(3) — Dispożizzjonijiet ulterjuri dwar l-NCAs u dwar ir-rwol tal-ESMA fir-rigward tas-sospensjoni ta' fidi mill-NCAs b'implikazzjonijiet transkonfinali għall-istabbiltà finanzjarja	21
II.1.2	Effetti mhux intenzjonati	22
II.2	**Rakkomandazzjoni B — Dispożizzjoniet addizzjonali biex titnaqqas il-probabbiltà ta' diskrepanzi eċċessivi tal-likwidità**	22
II.2.1	Raġuni ekonomika u effetti intenzjonati	22
II.2.2	Effetti mhux intenzjonati	30
II.3	**Rakkomandazzjoni Ċ — Ittestjar tal-istress**	31
II.3.1	Raġunament ekonomiku u effetti intenzjonati	31
II.3.2	Effetti mhux intenzjonati	34
II.4	**Rakkomandazzjoni D — Rappurtar tal-UCITS**	35
II.4.1	Raġunament ekonomiku u effetti intenzjonati	35
	Rakkomandazzjoni D(1) — Obbligi ta' rapputar għall-UCITS u l-kumpaniji li jamministraw il-UCITS	35
	Rakkomandazzjoni D(2) — Frekwenza u kopertura tal-obbligi tar-rappurtar għall-UCITS u l-kumpaniji li jamministraw il-UCITS	38
	Rakkomandazzjoni D(3) — Rappurtar armonizzat u kondiviżjoni ta' informazzjoni	39
II.4.2	Effetti mhux intenzjonati	39
II.5	**Rakkomandazzjoni E — Gwida dwar l-Artikolu 25 tad-Direttiva 2011/61/UE**	40
II.5.1	Raġunament ekonomiku u effetti intenzjonati	40
	Rakkomandazzjoni E(1) — Valutazzjoni tar-riskju sistemiku relatat mal-leverage	40
	Rakkomandazzjoni E(2) — Limiti tal-leverage makroprudenzjali	45
	Rakkomandazzjoni E(3) — Proċedura ta' notifika	48
	Rakkomandazzjoni E(4) — Standards referenzjali	48
II.5.2	Effetti mhux intenzjonati	48
Referenzi		49
Appendiċi		52

Lista ta' taqsiriet

a-LMT	strumenti addizzjonali għall-ġestjoni tal-likwidità
AIF	fond ta' investiment alternattiv
AIFM	maniġer ta' fond ta' investiment alternattiv
AuM	assi amministrati
CESR	Kumitat tar-Regolaturi Ewropej tat-Titoli
CIS	skema ta' investiment kollettiv
CLMT	strument għall-ġestjoni tal-likwidità kontroċiklika
CRE	proprjetà immobbli kummerċjali
CSD	depożitu ċentrali tat-titoli
ABE	Awtorità Bankarja Ewropea
BĊE	Bank Ċentrali Ewropew
ŻEE	Żona Ekonomika Ewropea
ELTIF	Fondi Ewropej ta' investiment għal żmien twil
SEBĊ	Sistema Ewropea ta' Banek Ċentrali
ESMA	Awtorità Ewropea tat-Titoli u s-Swieq
BERS	Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku
UE	Unjoni Ewropea
EUR	euro
FSB	Bord għall-Istabbiltà Finanzjarja
FVP	ipprezzar b'valur ġust
IOSCO	Organizzazzjoni Internazzjonali tal-Kummissjonijiet tat-Titoli
ITS	implimentazzjoni ta' standards tekniċi
MMF	fond tas-suq monetarju
NAV	valur nett tal-assi
NCA	Awtorità kompetenti nazzjonali
OTC	mhux mixtri mill-borża
RTS	standards tekniċi regolatorji
SEC	Kummissjoni tat-Titoli u l-Kambju
UCITS	kumpaniji tal-investimenti kollettivi f'titoli trasferibbli
VaR	valur f'riskju

Dan l-Anness jipprovdi materjal bħala sfond għar-rakkomandazzjonijiet tal-BERS biex jappoġġa l-implimentazzjoni tagħhom fl-UE. B'mod partikolari, kull rakkomandazzjoni hi diskussa fid-dettall hawn taħt, u r-raġuni ekonomika u l-valutazzjoni li jakkumpanjaw kull rakkomandazzjoni huma stabbiliti, inklużi effetti possibbli intenzjonati u mhux intenzjonati u l-impatt potenzjali tas-suq. Għall-analiżi, isir użu estensiv ta' riċerka u studji dwar il-politika, regolamenti nazzjonali u riżultati ta' stħarriġ ta' ESMA, BERS (Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku) u IOSCO (e.g.tad-disponibbiltà u l-użu ta' strumenti għall-ġestjoni tal-likwidità, tal-użu ta' leverage ta' fondi skont id-Direttiva 2009/65/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill (1) *u d-Direttiva 2011/61/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill* (2)*, u tal-prattika tal-maniġers tal-fondi fit-testjar tal-istress).*

I. Introduzzjoni

Kunsiderazzjonijiet strutturali

Is-settur tal-fondi ta' investiment tal-Unjoni kiber konsiderevolment f'dawn l-aħħar snin. Mill-2008 'l hawn it-total nett ta' assi tal-fondi ta' investiment tal-UE kiber iżjed mid-doppju, u minn €6,2 triljun laħaq €15,3 triljun fit-tielet trimestru tal-2017. (3) Ta' min jinnota wkoll li, fl-istess perijodu, l-AIFs Ewropej kibru iżjed mit-triplu, u minn €1,6 triljun żdiedu għal €5,8 triljun. (4) Waqt li s-settur tal-fondi ta' investiment qed isir parti ikbar fit-total tas-suq finanzjarju, il-ġestjoni tar-riskju sistemiku f'dan is-settur qed issir dejjem iżjed rilevanti.

Il-fondi ta' investiment għandhom firxa partikolarment kumplessa ta' mġiba potenzjali bħala reazzjoni għall-istress tas-suq. Il-fondi ta' investiment huma biss wieħed minn għadd ta' tipi ewlenin ta' investitur fis-swieq finanzjarji — investituri oħra jinkludu banek, kumpaniji tal-assigurazzjoni, fondi tal-pensjoni, investituri żgħar, uffiċċji tal-familja, fondi statali u intermedjarji ta' tipi diversi. Kull tip għandu karatteristiċi speċifiċi ta' mġieba tiegħu. Karatteristika tipika tal-fondi ta' investiment hi li jiġbru fondi minn firxa wiesgħa ta' investituri finali u jgħaddu dan l-investiment lejn is-swieq permezz ta' struttura ta' investiment kollettiv. Din il-karatteristika, flimkien mal-fatt li l-biċċa l-kbira tal-fondi ta' investiment huma "illimitati" (i.e. l-investituri finali jistgħu jiġbdu l-investiment tagħhom mill-fond qabel il-maturità tal-assi bażi), ifisser li taħt stress tas-suq il-fondi ta' investiment għandhom firxa partikolarment kumplessa ta' mġieba potenzjali. Waħda mill-possibiltajiet notevoli hi li fond ta' investiment, jew subsettur ta' fond ta' investiment jista', b'reazzjoni għal stress tas-suq u l-imġieba ta' fidi mill-investituri li tirriżulta, ibiegħ assi fuq skala sinifikanti f'suq li qed jitbaxxa, u b'hekk iħarrax l-iskoss tas-suq u jikkontribwixxi għall-instabbiltà finanzjarja.

Il-fondi ta' investiment x'aktarx li jżommu l-istrateġija tagħhom tal-investiment fil-preżenza ta' skossi tas-suq. Bl-eċċezzjoni ta' ċerti AIFs, il-fondi ta' investiment tipikament jużaw livelli baxxi ta' leverage. (5) F'dan il-każ, il-fondi li ma jkollhomx pressjoni ta' fidi x'aktarx li jżommu l-assi tagħhom u jistgħu wkoll jieħdu l-opportunità biex jippruvaw jixtru assi waqt li l-prezzijiet ikunu qed jitbaxxew, biex b'hekk jipproduċu impatt kontroċikliku.

Sorsi ta' riskju

Ir-raġuni ewlenija li l-fondi jistgħu jaġixxu b'mod differenti u jbiegħu f'suq li qed jitbaxxa waqt skoss tas-suq tista' tkun domanda ta' livell għoli mhux mistenni ta' fidi. Waqt li dan ma kienx il-mudell storiku, kien hemm ftit każi ta' livelli għolja ta' domanda għall-fidi fi żminijiet tal-istress tas-suq. Barra dan, il-mudell tal-imgħoddi tal-imġieba ta' fond ta' investiment mhux bilfors jindika l-imġieba tiegħu fil-ġejjieni. Għalhekk, ma nistgħux inkunu ċerti li dawk il-każijiet ta' livelli għoljin ta' domanda għall-fidi se jibqgħu ġrajjiet rari jew iżolati. Raġuni waħda għaliex jista' jkun hemm livelli għoljin ta' domanda għall-fidi fi żminijiet ta' stress tas-suq hi l-fatt li l-fondi ta' investiment ma jaġixxux sempliċement bħala strumenti ta' investiment ta' ishma azzjonarji fit-tul bla leverage. Minflok, kultant il-fondi jintużaw minn investituri li jkollhom perspettivi ta' żmien qasir u l-proporzjon ta' dawn l-investituri jista' jvarja b'mod sinifikanti, skont l-influwenzi l-oħra tas-suq. Dan joħloq il-potenzjal għal riskju sistemiku akbar b'mod sinifikanti fis-settur milli kieku jkun il-każ jekk livelli għoljin ta' fidi jseħħu biss rarament jew bħala każi iżolati. Hekk kif is-settur isir akbar, dan il-fatt, min-naħa tiegħu, isir fattur aktar importanti tar-riskju sistemiku b'mod ġenerali.

(1) Id-Direttiva 2009/65/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tat-13 ta' Lulju 2009 dwar il-koordinazzjoni ta' liġijiet, regolamenti u dispożizzjonijiet amministrattivi relatati ma' intrapriżi ta' investiment kollettiv f'titoli trasferibbli (UCITS), (ĠU L 302, 17.11.2009, p. 32).

(2) Id-Direttiva 2011/61/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tat-8 ta' Ġunju 2011 dwar Maniġers ta' Fondi ta' Investiment Alternattiv u li temenda d-Direttivi 2003/41/KE u 2009/65/KE u r-Regolamenti (KE) Nru 1060/2009 u (UE) Nru 1095/2010 (ĠU L 174, 1.7.2011, p. 1).

(3) "Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017", Assoċjazzjoni Ewropea ta' Ġestjoni ta' Fondi u Assi, Diċembru 2017.

(4) Ta' min jinnota li mill-2014 'l hawn l-AIFs ġew klassifikati skont id-definizzjoni regolatorja fid-Direttiva 2011/61/UE. Minn dak iż-żmien, l-assi netti żdiedu b'iżjed minn 25 %.

(5) Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku, "EU Shadow Banking Monitor", Nru 2, Mejju 2017.

It-tieni sors importanti ta' riskju sistemiku hu l-fatt li hemm inċentivi biex il-likwidità titpatta kontra r-redditu, jew biex jiżdied il-leverage ħalli jagħti redditu li jkun attraenti għall-investituri. Aktar ma' fond ta' investiment ikollu leverage, inqas ikollu reżistenza għax-xokkijiet f'perijodi ta' stress tas-suq. Barra minn hekk, iktar ma fond tal-investiment ipatti l-likwidità kontra r-redditu, inqas ikun f'pożizzjoni biex ilaħħaq ma' żidiet qawwija fid-domanda għall-fidi b'mod ordnat. Din l-imġieba tista' tiggrava jekk it-tpattija ma tkunx ċara għall-investituri potenzjali, jew għaliex l-assi investiti jkunu jidhru likwidi għalkemm il-likwidità ma tkunx reżistenti għall-iskossi, inkella għaliex il-leverage ikun inkorporat fi strumenti derivattivi u l-iskala tiegħu ma tkunx trasparenti.

It-tielet sors importanti tar-riskju sistemiku hu l-mod kif jaħdem il-mekkaniżmu tal-fidi. Fondi ta' investiment flessibbli jistgħu iwasslu għal "vantaġġ ta' min jagħmel l-ewwel pass", fejn l-investituri li jifdu ma jġarrbux l-ispejjeż sħaħ ta' fidi kmieni, li minflok jgħaddu fuq il-bqija ta' dawk li jkollhom l-unitajiet. Għall-maniġers tal-fondi hemm ukoll kwistjoni relatata ta' reputazzjoni li tista' twassal biex isibuha bi tqila li jissospendu l-fidi, anke jekk dan ikun fl-interess tal-investituri, waqt li jżommu l-bilanċ bejn il-provvista ta' likwidità għall-investituri li jkunu jridu jifdu sakemm ikun hemm likwidità fil-fond u d-deċiżjoni li ċ-ċirkostanzi jkunu eċċezzjonali biżżejjed biex jiġġustifikaw sospensjoni.

Ir-raba' sors ta' riskju sistemiku hu li t-tħaddim tal-mekkaniżmu tal-fidi jiddependi mil-likwidità tas-suq. Għal ħafna mill-istrumenti li l-fondi ta' investiment jinvestu fihom, il-likwidità dejjem kienet tradizzjonalment dipendenti fuq entitajiet li jiffurmaw is-suq u dejjem kienet varjabbli tul iż-żmien u fl-istrumenti kollha. L-iżviluppi reċenti — inklużi tnaqqis fil-volatilità, aktar reżistenza għall-iskossi fil-kummerċ elettroniku, il-frammentazzjoni ta' sorsi ta' likwidità, u investimenti iżgħar f'assi min-naħa ta' entitajiet tradizzjonali li jiffurmaw is-suq bħalma huma l-banek u sensara-negozjanti, kif ukoll fatturi ċikliċi bħalma hi l-politika monetarja — jindikaw li l-istruttura tal-provvediment tal-likwidità tista' tinbidel tul iż-żmien (għalkemm ir-riċerka li għadha għaddejja għadha ma sabitx evidenza unanima ta' inqas likwidità f'dan il-mument). Dawn il-bidliet jistgħu jaffettwaw kemm ikun qawwi l-provvediment tal-likwidità meta s-swieq jiġu f'sitwazzjoni ta' stress. Hu diffiċli li wieħed jipprevedi s-sinifikat ta' dawn il-bidliet fl-istruttura tal-likwidità u, minħabba f'hekk, il-fondi ta' investiment jistgħu isibu li qed jiddependu fuq livelli ta' likwidità li huma inqas reżistenti għall-iskossi milli mistenni.

Hemm interazzjonijiet importanti bejn il-karatteristiċi tal-leverage, tal-likwidità u tal-fidi tal-fondi ta' investiment. Fondi ta' investiment b'leverage li qed ikollhom sejħiet għal marġni aktar wesgħin, irtirar ta' finanzjament, jew aktar haircuts jistgħu jagħmlu aġġustamenti rapidi jekk ikollhom assi li jistgħu jiġu likwidati malajr. Madankollu, jekk fond b'leverage għoli jkollu ammonti iżgħar ta' assi likwidi u jkun soġġett għal fidi potenzjali ta' żmien qasir jew bidliet fit-termini tas-self, jista' jkollu jbigħ l-assi malajr fi swieq inqas likwidi (bejgħ bi skont) biex jissodisfa l-obbligi tiegħu. Madankollu, fil-każ ta' sejħiet għal marġni aktar wesgħin, il-fondi ta' investiment jistgħu jissospendu l-fidi fl-interessi tal-investituri, il-fond ikollu jiġbor flus kontanti malajr permezz ta' finanzjament ta' emerġenza u/jew permezz ta' bejgħ ta' assi biex jevita l-likwidazzjoni, li potenzjalment tista' tikkawża riskju sinifikanti tal-kontroparti u jkollha impatt kbir fuq il-prezzijiet tal-assi.

Il-banek ċentrali, is-swieq u r-regolaturi tat-titoli wrew tħassib dwar il-potenzjal li l-fondi ta' investiment jżidu r-riskji sistemiċi. ([1]) Fuq livell globali, l-FSB assigura li d-diskrepanzi fil-likwidità tal-fondi ta' investiment u l-użu ta' leverage joħolqu vulnerabbiltajiet strutturali sinifikanti fis-settur tal-ġestjoni tal-fondi. Sussegwentement, l-FSB insista fuq l-importanza li jiġu eżaminati u indirizzati l-vulnerabbiltajiet strutturali potenzjali assoċjati ma' diskrepanzi fil-likwidità u l-użu ta' leverage min-naħa tal-fondi ta' investiment li jistgħu joħolqu riskji għall-istabbiltà finanzjarja. L-FSB jirrakkomanda, pereżempju, lill-awtoritajiet li għandhom jissorveljaw l-uzu tal-leverage min-naħa tal-fondi u li għandhom jieħdu passi meta jkun xieraq. ([2])

([1]) Ara l-"Financial Stability Report – December 2015" tal-Bank of England; ir-"Report on Trends, Risks and Vulnerabilities" Nru 2, 2015 tal-ESMA; il-"Financial Stability Review", Mejju 2016 tal-BĊE; l-"Update on Review of Asset Management Products and Activities", April 2016 tal-Kunsill għas-Sorveljanza tal-Istabbiltà Finanzjarja; id-diskors ta' Vítor Constâncio, "Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union", April 2016; id-diskors ta' Steven Maijoor, "Measuring and assessing stability risks in financial markets", Mejju 2015; u d-diskors ta' Mary Jo White, "Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry", Diċembru 2014.

([2]) "Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities", Bord għall-Istabbiltà Finanzjarja, Jannar 2017.

Il-qafas regolatorju attwali għal-likwidità tal-fondi ta' investiment u l-leverage

Fl-Ewropa, il-qafas regolatorju li jirregola l-ġestjoni tal-likwidita u l-leverage mill-fondi ta' investiment jikkonsisti mid-Direttivi 2009/65/KE u 2011/61/UE. Dan jifforma l-bażi ta' kif il-fondi ta' investiment fl-Ewropa għandhom jimmaniġġaw il-pożizzjonijiet tal-likwidità u l-leverage tagħhom, u jservi bħala bidu għall-valutazzjoni tar-riskji sistemiċi ġejjin minn diskrepanzi fil-likwidità u l-użu tal-leverage.

L-UCITS huma fondi ta' investiment regolati ħafna. L-UCITS huma fondi ta' investimeht li jinvestu f'assi eliġibbli, bħalma huma l-flus kontanti u depożiti li jixbhu l-flus kontanti, bonds, ishma azzjonarji, strumenti tas-suq monetarju u fondi oħra ta' investiment (ara l-Kaxxa 1a). Teoretikament, il-UCITS huma inqas suxxettibbli għal diskrepanzi fil-likwidità minħabba li kemm l-assi tagħhom kif ukoll l-obbligazzjonijiet tagħhom suppost li jiġu negozjati f'perijodu ta' żmien qasir. Jistgħu jinvestu biss f'titoli trasferibbli jew f'assi finanzjarji likwidi oħra li r-regoli tal-eliġibbiltà tagħhom huma elenkati f'Direttiva speċifika ([1]). L-UCITS huma obbligati (ħlief għall-possibbiltà li l-fond ta' investiment jista' jiġi sospiż) li jifdu s-sehem ta' investitur meta jirċievu talba mingħand min ikollu l-unitajiet: dan ifisser li l-UCITS għandhom bilfors jippermettu l-fidi mill-inqas darbtejn fix-xahar, għalkemm ħafna UCITS jippermettu l-fidi kuljum jew kull ġimgħa. Dwar il-leverage, il-UCITS joperaw skont limiti regolatorji tal-leverage. Il-UCITS jistgħu jużaw il-leverage finanzjarju biss permezz ta' self ta' flus kontanti bla garanzija kontra ammont ta' mhux aktar minn 10 % tal-assi tagħhom u bil-kundizzjoni li tali self ikun biss temporanju (ara l-Kaxxa 1b). B'riżultat ta' dan, il-UCITS li jużaw kemm self ta' flus kontanti kif ukoll tranżazzjonijiet ta' finanzjament ta' titoli jew derivattivi jistgħu japplikaw leverage sa massimu ta' 2,1 darbiet in-NAV tagħhom.

L-AIFs huma fondi ta' investiment li jistgħu jinvestu f'assi simili għal dawk fl-UCITS iżda mhumiex soġġetti għal restrizzjonijiet daqshekk dettaljati dwar id-diversifikazzjoni, il-likwidità jew il-leverage. L-AIFs jistgħu jinvestu wkoll fi strumenti finanzjarji li mhumiex assi eliġibbli għall-UCITS, bħalma huma l-ishma azzjonarji privati, il-kapital ta' riskju, il-proprjetà immobbli, materja prima fiżika jew assi alternattivi oħra. Madankollu, il-maniġers huma obbligati jistabbilixxu proċeduri għall-ġestjoni tal-likwidità jekk jamministraw AIFs flessibbli jew AIFs limitati li jkollhom leverage. Dan jinkludi l-allinjament tal-istrateġija tal-investiment tal-fond ta' investiment, il-profil tal-likwidità u l-politika tal-fidi, kif ukoll li jiġu stabbiliti limiti xierqa ta' ġestjoni tal-likwidità u testijiet tal-istress (ara l-Kaxxa 1a). Ta' min jinnota li l-AIFMs li joperaw taħt ċerti limiti ([2]) jistgħu ma jkunux soġġetti għall-istess rekwiżiti, u f'dan il-każ ma jkunux jistgħu jibbenfikaw mill-passaport disponibbli skont id-Direttiva 2011/61/UE għal kummerċjalizzazzjoni f'ġurisdizzjonijiet oħra tal-Unjoni. Dwar il-leverage, l-AIFs joperaw bla limiti regolatorji tal-leverage. Il-fondi tal-AIFs jeħtiġilhom biss jirrappurtaw l-użu tal-leverage li jagħmlu (ara l-Kaxxa 1b).

Kaxxa 1a: Il-qafas regolatorju attwali għal-likwidità tal-fondi ta' investiment

Direttiva 2009/65/KE — UCITS

Frekwenza tan-negozjar. L-UCITS għandhom jipprovdu faċilitajiet biex l-unitajiet jkunu jisgħtu jerġgħu jinxtraw jew jinfdew wara talba tal-investituri tal-fond. Dan ifisser li l-UCITS għandhom jippermettu talbiet għal fidi mill-inqas darbtejn fix-xahar ([3]), għalkemm ħafna UCITS jippermettu l-fidi kuljum jew kull ġimgħa ([4]).

Proċeduri ta' negozjar. Id-Direttiva 2009/65/KE ma tispeċifikax il-proċeduri ta' negozjar li għandhom jiġu segwiti mill-UCITS. Fil-prattika, skadenza tan-negozjar għall-wasla ta' applikazzjonijiet tiġi stabbilita fi żmien qabel il-punt tal-valutazzjoni — li jista' jkun sigħat jew ġranet wara. Barra minn hekk, il-UCITS ġeneralment iħallsu l-flejjes tal-fidi skont il-proċeduri ta' saldu elenkati fid-dokumentazzjoni tal-fond, li tista' tispeċifika żmien ta' tlieta sa ħamest ijiem wara l-punt tal-valutazzjoni ([5]). Skont dawn il-proċeduri ta' negozjar, hemm perijodu ta' żmien bejn il-ħin tal-għeluq għall-wasla tal-applikazzjonijiet u l-iskadenza għall-ħlas ta' flejjes tal-fidi. Dan jagħti lill-kumpanija li tamministra l-UCITS żmien biex tbigħ investimenti u tiġġenera flus kontanti biex tħallas flejjes tal-fidi jekk dan ikun meħtieġ.

([1]) Direttiva tal-Kummissjoni 2007/16/KE tad-19 ta' Marzu 2007 li timplimenta d-Direttiva tal-Kunsill 85/611/KEE dwar il-koordinazzjoni ta' liġijiet, regolamenti u dispożizzjonijiet amministrattivi relatati ma' intrapriżi ta' investiment kollettiv f'titoli trasferibbli (UCITS) fir-rigward tal-kjarifika ta' ċerti definizzjonijiet (ĠU L 79, 20.3.2007, p. 11).

([2]) L-AIFMs li jamministraw l-AIFs li jkollhom assi totali ta' inqas minn €100 miljun jew li jamministraw AIFs li jkollhom assi totali ta' inqas min €500 miljun, sakemm l-AIFs ma jkunux "leveraged" u ma jkun hemm ebda drittijiet ta' fidi għal perijodu ta' ħames snin wara d-data tal-investiment inizjali f'kull AIF.

([3]) L-NCAs jistgħu jippermettu lill-UCITS li jnaqqsu l-frekwenza għal darba fix-xahar "bil-kundizzjoni li din id-deroga ma tippreġudikax l-interessi ta' dawk li jkollhom l-unitajiet". Madankollu, din l-opzjoni ma ġietx trasposta fil-liġi nazzjonali mill-Istati Membri kollha.

([4]) Ara, pereżempju, l-Artikolu 76 tad-Direttiva 2009/65/KE.

([5]) Il-fondi tas-suq monetarju NAV kostanti jistgħu joffru saldu fl-istess jum.

Assi eliġibbli. Il-UCITS huma soġġetti għal regoli dettaljati tal-assi eliġibbli u huma għalhekk obbligati jinvestu b'mod predominanti f'assi likwidi. Dawn jinkludu: titoli trasferibbli likwidi elenkati u strument tas-suq monetarju; derivattivi negozjati tal-kambju; u depożiti bankarji li għandhom jitħallsu lura wara talba jew jinkludu drittijiet ta' ġbid u li jimmaturaw f'massimu ta' tnax-il xahar. ([1]) Biex jingħata aktar sostenn għal-likwidità, ġew stipulati kriterji li jirregolaw is-swieq fejn l-assi eliġibbli għandhom ikunu elenkati jew negozjati ([2]).

Diliġenza dovuta qabel l-investiment. Qabel ma kumpanija li tamministra l-UCITS tagħmel investiment, għandha tanalizza, fost l-oħrajn, il-kontribuzzjoni tal-investiment għall-kompożizzjoni tal-portafoll tal-fond tal-UCITS, il-likwidità, u l-profil tar-riskju u l-gwadann. ([3])

Ġestjoni tar-riskju. Bħala parti mill-proċessi tagħha għall-ġestjoni tar-risku, kumpanija li tamminsitra l-UCITS għandha ssegwi proċedura xierqa għall-ġestjoni tar-riskju tal-likwidità biex tiżgura li kull UCITS li tamministra tkun tista' tikkonforma, fiċ-ċirkostanzi prevedibbli kollha inklużi kundizzjonijiet ta' stress, mal-obbligu tagħha li tifdi unitajiet jekk tintalab tagħmel dan minn min ikollu l-unitajiet. Fejn xieraq, kumpanija li tamminsitra l-UCITS għandha tagħmel testijiet tal-istress biex tivvaluta r-riskju tal-likwidità tal-UCITS f'kundizzjonijiet eċċezzjonali. ([4])

Innettjar ta' sottoskrizzjonijiet u fidi. Fejn fond tal-UCITS jirċievi ordnijiet ta' sottoskrizzjoni u fidi għall-istess jum tan-negozju, dan iqabbel it-tranżazzjonijiet tal-unitajiet u juża l-flejjes tas-sottoskrizzjoni li jirċievi biex iħallas uħud mit-talbiet tal-fidi jew biex iħallashom kollha. Dan inaqqas jew jelimina kull ħtieġa li jbigħ l-investimenti ta' bażi biex jiġġenera biżżejjed flus kontanti ħalli jħallas lill-investituri li jkunu qed jifdu.

Direttiva 2011/61/UE — AIFMD

Proċeduri ta' negozjar. Bħall-każ tal-UCITS, id-Direttiva 2011/61/UE ma tispeċifikax il-proċeduri ta' negozjar li għandhom jintużaw għall-AIFs. AIFM ifassal proċeduri ta' negozjar li huma xierqa għall-AIFs amministrati minnu u li jagħtuh ħin biżżejjed biex ibigħ investimenti ħalli jkun jista' jiġġenera flus kontanti biex iħallas il-flejjes tal-fidi.

Ġestjoni tar-riskju. L-Artikolu 15 tad-Direttiva 2011/61/UE fih dispożizzjonijiet bħal dawk li jkopru d-diliġenza dovuta qabel l-investiment fid-Direttiva 2009/65/KE (imfissra hawn fuq). L-artikolu jesiġi li, bħala parti mill-ġestjoni tar-riskju tal-AIFMs, ir-riskji assoċjati ma' kull pożizzjoni ta' investiment tal-AIF u l-effett globali tagħhom fuq il-portafoll tal-AIF, għandhom jiġu identifikati, ikkalkolati, amministrati u sorveljati b'mod xieraq u kontinwament, inkluż bl-użu ta' proċeduri xierqa ta' testijiet tal-istress. Barra dan, id-Direttiva 2011/61/UE tesiġi li kull AIFM għandu jiżgura li l-istrateġija tal-investiment, il-profil tal-likwidità u l-politika tal-fidi jkunu konsistenti għal kull AIF li jamministra. ([5]) Kull AIFM għandu jkollu sistemi xierqa għall-ġestjoni tal-likwidità biex jissorvelja r-riskju tal-likwidità tal-AIF u jiżgura li l-profil tal-likwidità tal-investimenti tal-AIF ikun konformi mal-obbligi bażiċi tiegħu. Barra dan, kull AIFM għandu jagħmel testijiet tal-istress regolarment, f'kundizzjonijiet ta' likwidità kemm normali kif ukoll eċċezzjonali, biex jivvaluta u jissorvelja r-riskju tal-likwidità tal-AIFs. ([6]) Dawn l-obbligi huma supplimentati b'regoli dettaljati tal-Livell 2 dwar il-ġestjoni tal-likwidità. ([7])

Innettjar ta' sottoskrizzjonijiet u fidi. Bħal fil-każ tal-UCITS, AIFM għandu jinnettja ordnijiet ta' sottoskrizzjoni u fidi f'AIF flessibbli.

([1]) Regoli dettaljati oħra dwar l-assi eliġibbli japplikaw għall-MMFs, kemm jekk ikunu stabbiliti bħala UCITS kemm bħala AIFs (e.g. regoli tal-portafoll relatati ma' assi li jimmaturaw kuljum u kull ġimgħa). Ara r-Regolament (UE) 2017/1131.

([2]) Madankollu, l-ammissjoni għan-negozjar ma tiggarantix il-likwidità. Minkejja dan kollu, fond tal-UCITS jista' jafda f'ammissjoni sakemm ma jkunx, jew għandu jkun, konxju ta' ċirkostanzi li jindikaw li assi partikolari mhumiex likwidi. F'dak il-każ il-fond tal-UCITS għandu jivvaluta l-likwidità tat-titolu biex ikun jista' jistabbilixxi jekk iż-żieda tiegħu mal-portafoll tkunx se tikkomprometti l-likwidita tal-portafoll.

([3]) Ara, pereżempju, l-Artikolu 23(4) tad-Direttiva tal-Kummissjoni 2010/43/UE tal-1 ta' Lulju 2010 li timplimenta d-Direttiva 2009/65/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill fir-rigward tar-rekwiżiti organizzazzjonali, il-kunflitti tal-interess, il-kondotta tan-negozju, il-ġestjoni tar-riskju u l-kontenut tal-ftehim bejn depożitarju u kumpanija tal-ġestjoni (ĠU L 176, 10.7.2010, p. 42.).

([4]) Ara, pereżempju, l-Artikolu 40(3) tad-Direttiva 2010/43/UE.

([5]) Ara, pereżempju, l-Artikolu 16(2) tad-Direttiva 2011/61/UE.

([6]) Ara, pereżempju, l-Artikolu 16(1) tad-Direttiva 2011/61/UE.

([7]) Ara, pereżempju, l-Artikoli 46 sa 49 tar-Regolament Delegat tal-Kummissjoni (UE) Nru 231/2013 tad-19 ta' Diċembru 2012 li jissupplimenta d-Direttiva 2011/61/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill fir-rigward tal-eżenzjonijiet, kundizzjonijiet operazzjonali ġenerali, depożitarji, leverage, trasparenza u superviżjoni (ĠU L 83, 22.3.2013, p. 1).

Kaxxa 1b: Il-qafas regolatorju attwali għal-leverage tal-fondi ta' investiment

Direttiva 2009/65/KE — UCITS

Self meħud. Il-UCITS jistgħu jużaw leverage finanzjarju billi jissellfu sa massimu ta' 10 % tal-assi tagħhom, bil-kundizzjoni li tali self ikun biss temporanju. Self bħal dan jista' jintuża jekk ikun hemm diskrepanza temporanja fil-fluss tal-flus kontanti, e.g. meta jeħtieġ li flejjes tal-fidi jitħallsu qabel ma jidħlu l-flejjes dovuti fil-UCITS wara l-bejgħ ta' investimenti.

Użu ta' leverage sintetiku. Fir-rigward tal-użu ta' leverage sintetiku permezz ta' skoperturi fid-derivattivi, il-UCITS jistgħu joħolqu skoperturi sintetiċi — kif ikkalkolat bil-metodu tal-impenn — sa ammont li jkun daqs in-NAV totali tagħhom. B'riżultat ta' dan, il-UCITS jistgħu jużaw kemm is-self kif ukoll id-derivattivi għal-leverage sa massimu ta' 2,1 darbiet in-NAV tagħhom. Skont id-Direttiva 2009/65/KE, l-NCAs jistgħu wkoll jippermettu lill-UCITS li jikkalkolaw l-iskopertura globali tagħhom bl-użu ta' metodu ta' valuri f'riskju (VaR) jew metodoloġiji avvanzati oħra għall-kalkolu tar-riskju minflok il-metodu tal-impenn. Għal dawn il-fondi, l-użu tal-leverage hu ristrett indirettament biss permezz ta' limitazzjonijiet fuq ir-riskju tas-suq tal-fond, kif imfisser fil-linji gwida CESR Livell 3 ([1]). Għalhekk, il-fondi li jużaw il-metodu Var *assolut* huma limitati għal VaR assolut li ma jaqbiżx l-20 % tan-NAV (fuq perijodu ta' 20 jum). Min-naħa l-oħra, il-fondi li japplikaw il-metodu VaR *relattiv* huma limitati għal mhux iżjed mid-doppju tar-riskju tat-telf f'mudell VaR speċifiku ta' portafoll simili, iżda bla leverage. Importanti ngħidu li dawn il-metodi VaR jistgħu jippermettu leverage ħafna ogħla milli kieku kien ikun permess fil-metodu tal-impenn, skont il-volatilità tal-assi ta' bażi. It-tweġibiet tal-istħarriġ għal 11-il ġurisdizzjoni fi ħdan l-Unjoni jindikaw li s-subsett tal-fondi UCITS li japplikaw metodi VaR biex jikkalkulaw l-iskopertura globali jista' jirrappreżenta bejn 27 % u 50 % tas-settur tal-UCITS tal-Unjoni f'termini NAV.

Direttiva 2011/61/UE — AIFMD

Self meħud u l-użu ta' leverage sintetiku. L-AIFs joperaw bla ebda limiti regolatorji tal-leverage. Skont id-Direttiva 2011/61/UE, il-fondi huma meħtieġa biss jirrappurtaw l-użu tagħhom tal-leverage. Minkejja dan, id-Direttiva 2011/61/UE tippermetti lill-awtoritajiet kompetenti li jimponu limiti fuq il-livell ta' leverage li l-maniġers tal-fondi jistgħu jużaw fl-AIFs tagħhom, kif ukoll restrizzjonijiet oħra għall-ġestjoni tar-riskju, biex jiġi stabbilit "limitu massimu fejn l-użu tal-leverage jikkontribwixxi għall-akkumulazzjoni ta' riskju sistemiku fis-sistema finanzjarja jew riskji ta' swieq diżordinati". S'issa, ebda awtorità ma implimentat dan l-istrument, u ma ġie żviluppat ebda qafas fuq livell tal-UE li jappoġġa implimentazzjoni armonizzata ta' rekwiżiti ta' leverage makroprudenzjali.

II. Rakkomandazzjoni BERS dwar il-likwidità u r-riskji tal-leverage fil-fondi ta' investiment

II.1 Rakkomandazzjoni A — Strumenti għall-ġestjoni tal-likwidità għall-fidi

II.1.1 Raġuni ekonomika u effetti intenzjonati

Rakkomandazzjoni A(1) — Disponibbiltà ta' strumenti addizzjonali għall-ġestjoni tal-likwidità

Il-qafas regolatorju li jirregola l-ġestjoni tal-likwidita min-naħa tal-fondi ta' investiment fl-Unjoni jeħtieġ li jitwessa'. Id-dispożizzjonijiet dwar il-ġestjoni tal-likwidità fid-Direttivi 2009/65/KE u 2011/61/UE kienu ġeneralment adegwati fl-imgħoddi. Madankollu t-tkabbir kontinwu tas-settur tal-fondi ta' investiment, flimkien ma' żieda fl-attività ta' trasformazzjoni tal-likwidità tiegħu, jista' jwassal għal aktar riskji għall-istabbiltà finanzjarja li jeħtieġ li jiġu indirizzati.

Strumenti xierqa għall-ġestjoni tal-likwidità jistgħu jnaqqsu d-diskrepanzi fil-likwidità li jseħħu fl-UCITS u l-AIFs flessibbli, biex b'hekk jitnaqqsu r-riskji għall-istabbiltà finanzjarja f'sitwazzjonijiet tas-suq taħt stress. Diskrepanza fil-likwidità hi partikolarment rilevanti għal fondi flessibbli li joffru opportunitajiet spissi ta' fidi iżda jinvestu f'assi li, f'ċeri każi, ma jistgħux jinbiegħu malajr mingħajr impatt materjali fuq il-prezz tas-suq tagħhom. Ħafna fondi flessibbli joffru fidi ta' kuljum, iżda mhux kollha. Skont id-dispożizzjonijiet tad-Direttivi 2009/65/KE u 2011/61/UE, il-maniġers tal-fondi huma responsabbli biex jiddeterminaw il-frekwenza tal-fidi (ara l-Kaxxa 1a). Jeżisti sett ta' a-LMT li jista' jgħin biex itaffi r-riskji tal-likwidità għal fondi flessibbli billi jnaqqas il-vantaġġ ta' min jagħmel l-ewwel pass ([2]) f'sitwazzjonijiet ta' suq taħt stress (ex ante) u l-okkorrenza ta' spirali tal-likwidità (ex post).

([1]) Linji Gwida tas-CESR dwar il-Kalkolu tar-Riskju u l-Kalkolu tal-Iskopertura Globali u r-Riskju tal-Kontroparti għal UCITS, 28 ta' Lulju 2010.

([2]) Għal tifsir ulterjuri tal-kunċett ara s-Sezzjoni II.1 tal-Anness tar-Rakkomandazzjoni BERS/2012/1 tal-Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku tal-20 ta' Diċembru 2012 dwar fondi tas-suq monetarju (ĠU C 146, 25.5.2013, p. 1).

L-istrumenti ex ante jistgħu jintużaw biex itaffu l-vantaġġ ta' min jagħmel l-ewwel pass u r-risku isitemiku. Bħala prinċipju dawn l-istrumenti jistgħu jintużaw f'kundizzjonijiet tas-suq jew normali jew taħt stress. L-iskop ta' strumenti ex ante bħal prezzijiet swing u l-imposti kontra d-dilwizzjoni hu li l-klijenti jiġu ttrattati b'mod ġust, u li jiġi żgurat li l-bqija tal-investituri ma jkunux żvantaġġati mill-azzjonijiet tal-investituri li jifdu. Dan għandu jelimina kwalunkwe inċentiv biex l-investituri jifdu qabel oħrajn biex jibbenefikaw minn spejjeż aktar baxxi. Madankollu, jekk l-investituri jkunu determinati li jillikwidaw il-pożizzjonijiet tal-fond tagħhom, dan jagħmluh irrispettivament mill-ispiża assoċjata. Għalhekk l-istrumenti jtaffu biss il-vantaġġ ta' min jieħu l-ewwel pass, iżda mhux bilfors jagħmlu pressjoni għall-bejgħ fis-swieq tal-assi bażi.

L-istrumenti ex post jippermettu lill-maniġers tal-fondi li jamministraw il-likwidita tal-fond ta' investiment billi jikkontrollaw jew jillimitaw il-flussi ta' ħruġ. Dawn l-istrumenti tipikament jeħilsu lill-maniġers mill-obbligu li jbigħu minnufih assi (bi jew taħt il-prezzijiet tas-suq) bi tweġiba għal talbiet ta' fidi mill-investituri. Għalhekk jistgħu jaġixxu, sa ċertu punt, bħala salvavita u jistgħu jtaffu l-okkorrenza ta' spirali tal-likwidità. L-istrumenti ex post jintużaw tipikament f'kundizzjonijiet ta' swieq taħt stress.

Id-disponibbiltà u l-implimentazzjoni ta' a-LMT għal fondi ta investiment ivarjaw b'mod sinifikanti fil-ġurisdizzjonijiet kollha. Waqt li s-sospensjoni ta' fidi mill-maniġer tal-fond jew mill-NCA hi permessa espliċitament skont id-Direttivi 2009/65/KE u 2011/61/UE, dawn tal-aħħar ma jistipulaw ebda a-LMT ieħor. B'hekk, jeżistu differenzi fid-disponibbiltà ta', kif ukoll il-proċeduri speċifiċi li jirregolaw l-użu ta' a-LMT fil-ġurisdizzjonijiet kollha. Stħarriġ li sar minn IOSCO ([1]) kif ukoll stħarriġ reċenti ta' Stati Membri tal-Unjoni li sar mill-ESMA ([2]) juru li f'xi Stati Membri hu disponibbli sett ta' strumenti a-LMT, li jinkludu prezzijiet swing u imposta kontra d-dilwizzjoni. Madankollu, fil-biċċa l-kbira tal-Istati Membri huma disponibbli inqas strumenti.

L-iżjed strumenti komunement disponibbli fl-Istati Membri tal-Unjoni huma:

— tariffi tal-fidi;

— limiti tal-fidi;

— fidi b'oġġetti;

— side pockets (kontijiet f'fondi spekulattivi biex jinfirdu l-assi mhux likwidi minn investimenti oħra aktar likwidi);

— sospensjoni ta' fidi.

L-uniku strument komuni għall-ġurisdizzjonijiet parteċipanti kollha hu dak tas-sospensjoni tal-fidi. Imbagħad, l-iżjed strument komunement disponibbli hu l-fidi b'oġġetti, li hu disponibbli fi 17-il Stat Membru.

Fil-biċċa l-kbira tal-Isati Membri l-maniġers tal-fondi huma responsabbli biss għall-attivazzjoni ta' strumenti tal-ġestjoni tal-likwidità — ir-regolaturi għandhom biss rwol minuri fil-proċess u ma jistgħux jattivaw l-istrumenti. Il-maniġers tal-fondi ma jeħtieġux awtorizzazzjoni regolatorja biex jattivaw il-biċċa l-kbira ta' a-LMT. Tliet Stati Membri tal-Unjoni biss jeħtieġu awtorizzazzjoni għal ċerti strumenti, u wieħed biss għall-użu tas-setgħa li jissospendi l-fidi. Madankollu, l-istrumenti tal-likwidità, u ċ-ċirkostanzi meta jistgħu jintużaw, għandhom ikunu tipikament elenkati fid-dokumenti kostituzzjonali tal-fond ta' investiment, li fl-Istati Membri tal-UE huma soġġetti għal awtorizzazzjoni. Is-soltu r-regolaturi m'għandhomx permess jattivaw l-istrumenti. L-eċċezzjoni ġenerali għal dan hi s-sospensjoni tal-fidi, li tista' tiġi imposta mir-regolatur jekk jitqies li dan ikun fl-interess pubbliku li, preżumibbilment, tinkludi wkoll fatturi tal-istabbiltà finanzjarja. F'għadd ta' ġurisdizzjonijiet l-NCAs għandhom is-setgħa li jattivaw il-limiti tal-fidi.

Id-disponibbiltà tal-istrumenti hi, f'xi każi, ristretta għal ċerti tipi ta' fondi ta' investiment u/jew għal ċirkostanzi eċċezzjonali. F'kundizzjonijiet normali l-opzjoni tal-użu ta' a-LMT tvarja. F'xi Stati Membri, ċerti strumenti jistgħu jintużaw f'ċirkostanzi normali, ġeneralment bil-kundizzjoni li l-użu possibbli tagħhom ikun ġie stipulat qabel fid-dokumenti tal-fond. Fi Stati Membri oħra l-użu ta' ċerti strumenti hu limitat għal ċirkostanzi straordinarji. Fl-Istati Membri kollha l-użu tas-setgħa tas-sospensjoni tal-fidi hu limitat għal ċirkostanzi straordinarji biss.

([1]) L-istħarriġ ta' IOSCO jkopri kemm Stati Membri tal-Unjoni kif ukoll Stati li mhumiex Membri tal-Unjoni. L-enfasi ta' dan ir-rapport hu fuq t-tweġibiet minn 11-il Stat Membru parteċipanti tal-Unjoni. Disponibbli fl-indirizz https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf.

([2]) Għal aktar tagħrif ara t-Tabella A1 fl-Appendiċi.

Il-gwida pprovduta mir-regolaturi dwar l-użu ta' a-LMT hi eteroġenja u tvarja għal kull strument individwali. Mhux dejjem jiġi ffissat limitu massimu ta' żmien għar-regolazzjoni tal-applikazzjoni tas-sospensjoni tal-fidi, u tliet Stati Membri ma jipprovdu ebda gwida dwar l-użu tas-sospensjoni tal-fidi. Fir-rigward tal-a-LMT l-oħra, rarament jeżistu definizzjonijiet formali, għalkemm l-Istati Membri ġeneralment għandhom għarfien ġenerali tal-istrumenti. Fil-biċċa l-kbira tal-każi, m'hemmx dispożizzjonijiet regolatorji speċifiċi fil-leġiżlazzjoni nazzjonali jew gwida mill-NCAs dwar l-użu tal-istrumenti.

L-FSB identifika diskrepanza fil-likwidità bħala vulnerabbiltà strutturali potenzjali għal fondi ta' investiment flessibbli u ssuġġerixxa li l-istrumenti għall-ġestjoni tar-riskju tal-likwidità għandhom ikunu disponibbli b'mod aktar wiesa'. Id-disponibbiltà ta' sett varjat ta' strumenti tal-ġestjoni tal-likwidità ex ante u ex post fl-Istati Membri kollha tista' ttejjeb il-kapaċità ta' reazzjoni għal sitwazzjonijiet ta' likwidità taħt stress u għalhekk tista' tnaqqas ir-riskji għall-istabbiltà finanzjarja. L-NCAs u l-maniġers tal-fondi ta' investiment indikaw ukoll, fit-tweġibiet tagħhom għal konsultazzjoni mwettqa mill-Kummissjoni, li jilqgħu d-disponibilità usa' ta' strumenti għall-ġestrjoni tal-likwidità. ([1])

L-effetti transkonfinali jisħqu fuq il-ħtieġa għal qafas regolatorju aktar armonizzat. Billi l-UCITS u l-AIFs spiss jinvestu u joperaw fuq bażi transkonfinali, l-impatt potenzjali ta' problemi ta' likwidità mhuwiex limitat għal ġurisdizzjonijiet fejn il-UCITS u l-AIFs rispettivi jkunu domiċiljati. Għalhekk il-kontaġju jista' jikkontribwixxi għal spirali ta' likwidità b'effetti transkonfinali. Sett omoġenju ta' strumenti għall-ġestjoni tal-likwidità għandu, għalhekk, ikun disponibbli fl-Unjoni kollha kemm hi. Dan jipprovdi lill-fondi ta' investiment b'sett komuni ta' a-LMT li l-maniġers tal-fondi għandhom jivvalutaw u, fejn xieraq, jinkludu fid-dokumenti kostituzzjonali tal-fondi ta' investiment biex itaffu r-riskji transkonfinali tal-likwidità. L-AIFs u l-UCITS kollha għandu jkollhom is-setgħa li jissospendu l-fidi f'kundizzjonijiet tas-suq taħt stress inklużi b'mod regolari fid-dokumenti kostituzzjonali tagħhom.

Ir-rakkomandazzjoni għandha l-għan li tiffaċilita l-attivazzjoni tal-istrumenti tal-ġestjoni tal-likwidità flimkien mat-titjib tad-disponibbiltà tagħhom. Il-maniġers tal-fondi jistgħu jsibuha bi tqila biex jużaw ċerti strumenti tal-ġestjoni tal-likwidità għal għadd ta' raġunijiet, inkluż it-tħassib dwar ir-reputazzjoni jew il-kontaġju. L-attivazzjoni ta' strument tista' twassal għal effetti ta' firxa li jkollhom impatt fuq fondi ta' investiment oħra amministrati mill-istess maniġer tal-fond. F'xi każi, anke fondi ta' investiment amministrati minn maniġers ta' fondi differenti iżda b'konċentrazzjoni ta' portafolli simili jistgħu jiġu affettwati. B'hekk, l-inserzjoni ta' a-LMT fid-ddokumenti kostituzzjonali ta' fond ta' investiment tista' ma tkunx biżżejjed biex tnaqqas b'mod effettiv ir-riskji tal-likwidità assoċjati mal-fond ta' investiment jekk il-maniġer isibha bi tqila biex japplika l-a-LMT fil-prattika. Il-maniġers tal-fondi għandhom għalhekk jiżguraw li l-kapaċità operazzjonali u l-ippjanar kontinġenzjali meħtieġa jkunu stabbiliti għall-attivazzjoni f'waqtha ta' a-LMT. Il-prospektus ta' kull fond ta' investiment jew l-informazzjoni prekuntrattwali mogħtija lill-investituri għandhom għalhekk jiddeskrivu l-a-LMT kollha inklużi fid-dokumenti kostituzzjonali, l-iskop tagħhom u deskrizzjoni ta' kif jintużaw. Dan jipprovdi ċarezza u l-investituri jsiru midħla tal-istrumenti li ma jintużawx komunement.

L-għan tar-rakkomandazzjonijiet hu li jheġġeġ metodu konsistenti għall-użu ta' strumenti għall-ġestjoni tal-likwidità fl-Istati Membri kollha. Biex tiġi żgurata l-applikazzjoni konsistenti ta' a-LMT fl-Istati Membri kollha, il-proposta leġiżlattiva għandha tobbliga lill-ESMA tiżviluppa gwida ta' livell għoli dwar kif a-LMT għandu jiġi implimentat fil-proċess tal-ġestjoni tal-likwidità tal-fond ta' investiment u r-rekwiżiti ta' trasparenza u tar-rappurtar li għandhom jiġu stabbiliti. Biex jintlaħaq għarfien aħjar tal-effetti ta' a-LMT fuq l-istabbiltà finanzjarja, il-BERS għandu jikkollabora mal-ESMA dwar kwistjonijiet makroprudenzjali. Il-maniġers tal-fondi għandhom jirrappurtaw lill-NCA dwar l-implimentazzjoni u l-użu ta' a-LMT. Biex jiġi evitat rappurtar tqil ta' kwalunkwe a-LMT li jintuża regolarment jew kostantement, ir-rappurtar jista' jinkludi l-użu ta' strumenti f'ċirkostanzi ta' suq taħt stress biss.

Jistgħu jintużaw strumenti tal-ġestjoni tal-likwidità ex ante biex itaffu l-akkumulazzjoni u l-impatt tar-riskju sistemiku, waqt li strumenti tal-ġestjoni tal-likwidità ex post jistgħu jiġu attivati f'kundizzjonijiet ta' suq taħt stress meta l-fondi ta' investiment jħabbtu wiċċhom ma' flussi ta' ħruġ konsiderevoli. Iż-żewġ tipi ta' strumenti għalhekk jistgħu jgħinu biex jindirizzaw ir-riskji għall-istabbiltà finanzjarja li jirriżultaw minn diskrepanzi fil-likwidità għal fondi ta' investiment. Hu għalhekk rakkomandat li ż-żewġ tipi ta' strumenti jkunu disponibbli fil-livell tal-Unjoni. Il-Kaxxa 2 tispjega aktar fil-fond l-istrumenti differenti waqt li tirrikonoxxi li wħud mill-istrumenti mhux dejjem ikunu adattati jew meħtieġa għat-tipi kollha ta' fondi ta' investiment flessibbli.

([1]) "Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments", disponibbli fl-indirizz http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm.

Kaxxa 2: Strumenti għall-ġestjoni tal-likwidità

Strumenti għall-ġestjoni tal-likwidità ([1]) **ex ante/ibridi** ([2])

L-ipprezzar swing hu maħsub għall-protezzjoni tal-azzjonisti tal-fondi ta' investiment eżistenti kontra l-effetti negattivi tal-prezzijiet ikkawżati minn tranżazzjonijiet eżegwiti minn investituri oħra. L-ipprezzar swing jista' jintuża biex jaġġusta l-prezz tal-ishma f'fond ta' investiment ħalli jikkontribwixxi għall-ispiża tat-tranżazzjonijiet tal-fondi li jirriżultaw mill-attivita' tal-investituri. ([3]) Fil-prattika, in-NAV tal-fond ta' investiment jiġi aġġustat "l isfel ('il fuq) fil-każ ta' flussi ta' ħruġ kbar (flussi ta' dħul) biex l-ispejjeż tat-tranżazzjonijiet jiġġarrbu pjuttost mill-investituri li jixtru jew ibigħu l-ishma u mhux mill-investituri eżistenti. Dawn il-bidliet fil-prezzijiet, jekk jinftiehmu mill-investituri, għandhom ikunu ta' inċentiv għall-investituri biex jaġġustaw l-imġiba tagħhom fir-rigward tal-fidi u s-sottoskrizzjoni b'mod li jgħin biex jiġu stabbilizzati l-flussi netti tal-fondi ta' investiment. L-ipprezzar swing jista" jiġi applikat għas-sottoskrizzjonijiet kollha u l-fidi kollu mill-investituri (ipprezzar full swing) jew għal sottoskrizzjonijiet u fidi biss lil hinn minn ċertu limitu (ipprezzar partial swing). Fil-każ tal-ipprezzar partial swing jiġi determinat limitu għas-swing, u kull meta l-flussi ta' ħruġ netti jaqbżu l-limitu, in-NAV tal-fond ta' investiment jiġi aġġustat "l isfel, u viċi versa. Il-limiti jistgħu jkunu varjabbli, għalhekk il-mekkaniżmu jista" jiġi aġġustat biex jaqbel mal-kundizzjonijiet tas-suq/likwidità, u b'hekk jillimita l-imġiba tal-ottimizzazzjoni tal-investituri (i.e. li ma jħallix lill-investituri jantiċipaw l-użu tal-ipprezzar swing u jieħdu azzjoni xierqa). F'kundizzjonijiet ta' pprezzar full swing, in-NAV jiġi aġġustat kontinwament, skont jekk ikunx hemm flussi ta' dħul jew flussi ta' ħruġ netti. L-ipprezzar swing hu strument li jista' jinfluwenza effettivament l-imġiba tal-fidi u s-sottoskrizzjoni tal-investituri, u b'hekk jistabbilizza r-redditi tal-fondi, u jnaqqas il-probabbiltà li jseħħu l-vantaġġi ta' min jieħu l-ewwel pass u l-fire sales assoċjati. Madankollu, l-investituri li jkunu determinati li joħorġu minn fond xorta waħda joħorġu, anke jekk iġarrbu l-ispiża li tirriżulta minn prezzijiet "swung". Billi jista' jkun hemm NAVs multipli, l-użu tal-istrument tal-ipprezzar swing jista' jkun pjuttost kumpless u jqum ħafna flus, u jista' ma jkunx fattibbli li jintuża minn fondi ta' investiment żgħar.

Bl-istess mod, l-imposti kontra d-dilwizzjoni jinvolvu lill-investituri li jħallsu imposta ekstra lill-fond ta' investiment meta jissottoskrivu jew jifdu ishma tal-fond ta' investiment. Sottoskrizzjonijiet għal u fidi ta' fond ta' investiment jista' jkollhom impatt fuq il-valur tal-fond ta' investiment. Dan hu speċjalment il-każ meta ishma f'fondi ta' investiment ma jkunux qed jiġu sempliċement trasferiti bejn xerrejja u bejjiegħa mqabbla, iżda żbilanċ bejn ix-xerrejja u l-bejjiegħa jkun jeħtieġ li l-maniġer tal-fond jixtri jew ibiegħ assi ta' bażi. Dan jinvolvi tariffi tat-tranżazzjoni, taxxi relatati u spejjeż ta' likwidità li jaffettwaw in-NAV tal-fond ta' investiment, u dan iwassal għal dilwizzjoni. Imposta kontra d-dilwizzjoni tkopri dawn l-ispejjeż tan-negozjar.

L-ipprezzar swing u l-imposti kontra d-dilwizzjoni jiskoraġġixxu l-imġiba proċiklika, għalkemm l-ipprezzar swing biss jinkoraġġixxi l-imġiba antiċiklika. B'kuntrast mal-ipprezzar swing, l-imposti kontra d-dilwizzjoni ma jħajrux lill-investituri biex jaġixxu b'mod kontroċikliku (i.e. li jissottoskrivu f'fażi ta' fidi) billi f'dan il-każ l-investituri ma jibbenefikawx mill-prezz tal-bejgħ jew tal-fidi aktar favorevoli maħluq mill-ipprezzar swing. La l-imposti kontra d-dilwizzjoni u lanqas l-ipprezzar swing ma jiġġeneraw spejjeż ekstra għall-fond ta' investiment — dawn ibiddlu biss il-mod kif l-ispejjeż jiġu mgħoddija lill-investituri.

Strumenti għall-ġestjoni tal-likwidità ex post

Il-limiti tal-fidi (fidi differit) jittardjaw il-fidi temporanjament. Limitu tal-fidi hu differiment temporanju tad-dritt tal-azzjonisti li jifdu l-ishma tagħhom. Dan id-differiment jista' jkun sħiħ, u għalhekk l-investituri ma jistgħu jifdu l-ishma tagħhom bl-ebda mod, jew parzjali, u għalhekk l-investituri jkunu jistgħu jifdu biss ċertu porzjon mill-ishma tagħhom. Il-limiti tal-fidi jistgħu wkoll jiġu ddisinjati b'tali mod li meta t-talbiet għal fidi jaqbżu ċertu limitu (pereżempju 10 % tan-NAV għal fond ta' investiment li joffri negozjar ta' kuljum jew kull ġimgħa), kumpanija li tamminsitra

([1]) It-testijiet tal-istress huma strument ewlieni addizzjonali tal-likwidità. Dawn jittestjaw il-prattika tal-ġestjoni tal-likwidità kontra avvenimenti ta' stress sinifikanti li jistgħu jesponu lill-fondi għal problemi serji ta' likwidità. Bili hemm rakkomandazzjoni separata li tkopri t-testjar tal-istress, is-suġġett mhuwiex diskuss hawn (ara r-Rakkomandazzjoni C).

([2]) Billi l-aġġustamenti għan-NAV jistgħu jsiru ex post, l-istrumenti jistgħu wkoll jitqiesu bħala ibridi, i.e. implimentati ex ante iżda attivati ex post.

([3]) L-ipprezzar swing hu l-mekkaniżmu użat minn fondi bi prezz wieħed; fondi bi prezzijiet doppji għandhom mekkaniżmi simili li jippermettu lill-maniġer tal-fond jiddetermina fejn għandu jiġi ffissat il-prezz tan-negozjar bejn il-prezzijiet li bihom jinħolqu u jiġu kkanċellati l-unitajiet, biex jiġi żgurat li l-ispejjeż tat-tranżazzjonijiet tal-fondi jitħallsu minn investituri li jkunu deħlin jew ħerġin, kif xieraq.

fond tista' tiddeċiedi li tittrasferixxi kwalunkwe talba ta' fidi lil hinn minn dak il-limitu għall-perijodu ta' negozjar li jkun imiss. F'kundizzjonijiet ta' suq taħt stress, il-limiti tal-fidi jagħtu lill-maniġers tal-fondi iżjed żmien u flessibbiltà biex jirreaġixxu għall-fidi tal-investituri u biex jiżguraw bejgħ b'mod ordinat tal-assi ta' bażi. Dan jista' jnaqqas ir-riskju ta' fire sales (bejgħ ta' assi bi prezzijiet imraħħsa ħafna).

Il-fidi b'oġġetti jeħles lill-maniġer tal-fond mill-ħtieġa li jillikwida ammonti kbar ta' assi f'każ ta' fidi fuq skala kbira. Maniġer ta' fond jista' jiddeċiedi li jissodisfa talba għal fidi billi jittrasferixxi titoli, minflok flus kontanti, lill-min ikollu l-unitajiet u jrid jifdi. Billi bejgħ ad hoc kbir ta' assi jista' jiġġenera impatt sinifikanti fis-suq, il-fidi b'oġġetti jista' jħares lill-investituri li jibqgħu fil-fond ta' investiment kontra l-ispejjeż għoljin ta' likwidazzjoni li kieku jistgħu jinqalgħu. Dan il-mekkaniżmu jista' jkun adattat għal ordnijiet ta' fidi minn investituri istituzzjonali. Madankollu, hu ġeneralment anqas adattat għal fidi minn investituri individwali minħabba li jista' ma jkunx possibbli li jinfdew ishma waħdanin tal-fond ta' investiment b'oġġetti u jista' jkun li dan jinvolvi wkoll spejjeż operazzjonali u reputazzjonali għoljin. Għal-kemm l-investituri jistgħu jbigħu assi mifdija b'oġġetti bl-istess mod bħalma jagħmlu l-maniġers tal-fondi, huma mba-għad ikunu obbligati li jġarrbu l-ispejjeż ta' tali bejgħ, aktar milli jaqsmuhom fuq l-investituri kollha fil-fond ta' investi-ment. L-impatt fuq is-suq (u għalhekk fuq l-istabbiltà finanzjarja) jista' jkun l-istess, irrispettivament minn jekk kienx il-fond ta' investiment innifsu jew l-investituri li biegħu l-assi ta' bażi.

"Side pockets" jippermettu li investimenti mhux likwidi jiġu mifruda mill-investimenti l-oħra likwidi tal-fond ta' investiment. Dan il-metodu għandu żewġ vantaġġi. L-ewwel, l-investituri li jeħtieġu likwidità xorta jistgħu idaħħlu l-flus tal-parti likwida tal-investimenti tal-fond ta' investiment, preżumibbilment, bi spiża żgħira ta' likwidazzjoni. It-tieni, il-metodu jħares l-interessi tal-investituri li jixtiequ jibqgħu fil-fond ta' investiment, billi l-maniġer tal-fond mhu-wiex imġiegħel jillikwida assi bil-prezzijiet tas-suq jew prezzijiet irħas jekk iħabbat wiċċu ma' domanda għolja għal fidi. Side pockets għalhekk huma speċjalment adattati kull meta fond ikollu interessi diverġenti tal-investituri, i.e. meta xi investituri jixtiequ jibqgħu investiti fil-fond waqt li oħrajn ikunu jridu jifdu l-ishma tagħhom. Il-prattika tvarja fl-Istati Membri kollha fir-rigward tar-regoli li jirregolaw iċ-ċirkostanzi meta jistgħu jinħolqu side pockets.

Il-perijodi ta' notifika jipprovdu flessibbiltà addizzjonali lill-maniġers tal-fondi biex jamministraw il-likwidità tagħhom. Perijodu ta' notifika jirreferi għall-perijodu ta' avviż bil-quddiem li l-investituri għandhom jagħtu lill-maniġers tal-fondi meta jifdu l-investimenti tagħhom. Il-perijodi ta' notifika spiss ikunu diġà stipulati fid-dokumenti kostituzzjo-nali ta' fond ta' investiment u jagħtu aktar żmien lill-maniġers tal-fondi biex jissodisfaw talbiet għal fidi mingħajr ma jkollhom ibigħu l-assi minnufih bi skont.

Is-sospensjoni tal-fidi hi strument tal-aħħar istanza waqt kriżi ta' likwidità. Is-sospensjonijiet jiffunzjonaw bħal salvavita, billi jagħtu lill-maniġers tal-fondi aktar ħin, f'sitwazzjonijiet ta' stress finanzjarju, biex jillikwidaw l-assi b'mod ordinat. Minflok ma jkollhom jieħdu deċiżjonijiet mgħaġġlin u jillikwidaw bi kwalunkwe prezz, il-maniġers tal-fondi jingħataw żmien addizzjonali biex isibu l-aħjar soluzzjoni. Barra minn hekk, dan iż-żmien addizzjonali jista' jippermetti lill-maniġers tal-fondi u lis-superviżuri li jikkomunikaw aħjar ir-raġunijiet tal-istress lill-investituri, biex jekk jista' jkun jevitaw il-paniku. Is-sospensjonijiet huma, għalhekk, meqjusa minn ħafna nies bħala strument importanti għall-ġestjoni ta' fidi fuq skala kbira waqt kriżi. Madankollu, is-sospensjonijiet jistgħu jimponu spejjeż għoljin ta' benessri fuq l-investi-turi billi ma jħalluhomx jifdu l-investimenti tagħhom. Barra minn hekk, hemm tħassib li l-investituri sofistikati jistgħu jkunu jistgħu jbassru s-sospensjoni tal-fidi u jistgħu jfittxu li jifdu l-ishma tagħhom qabel l-oħrajn (b'kuntrast mal-għan inizjali tal-istrument, li hu li jtaffi l-vantaġġi ta' min jieħu l-ewwel pass) u possibbilment joħolqu saħansitra ġirja sfrenata għall-fidi.

Rakkomandazzjonijiet A(2) u A(3) — Dispożizzjonijiet ulterjuri dwar l-NCAs u dwar ir-rwol tal-ESMA fir-rigward tas-sospensjoni ta' fidi mill-NCAs b'implikazzjonijiet transkonfinali għall-istabbiltà finanzjarja

Is-sospensjoni tal-fidi hi l-uniku strument disponibbli fl-Istati Membri kollha. Bħala prinċipju, id-deċiżjoni li l-fidi jiġi sospiż hi, l-ewwel u qabel kollox, ir-responsabbiltà u fid-diskrezzjoni tal-maniġer tal-fond (ara l-Kaxxa 2). Is-sospens-joni tal-fidi tista', madankollu, tiġi ordnata wkoll mill-NCAs kemm għall-UCITS kif ukoll għall-AIFs, jekk tkun fl-interess ta' min ikollu l-unitajiet jew tal-pubbliku.

Il-maniġers tal-fondi jistgħu ma jissospendux il-fidi jekk jonqsu milli jinternalizzaw l-effett ta' fidi fuq skala kbira fuq l-istabbiltà tas-sistema finanzjarja. Ġirja sfrenata għall-fidi fir-rigward ta' fond ta' investiment individwali waħedha tista' tkun biżżejjed biex tikkawża paniku ġenerali fost l-investituri u rtirar fuq skala kbira minn fondi oħra. Bħala konsegwenza, il-fondi ta' investiment jistgħu jħabbtu wiċċhom ukoll ma' stress qawwi fuq il-likwidità u jista' jkoll-hom ibiegħu bilfors ammonti sostanzjali ta' assi. Jekk id-daqs tal-fondi ta' investiment affettwati jkun kbir meta mqabbel ma' suq jew settur, jista' jirriżulta tnaqqis konsiderevoli fil-prezzijiet tal-assi, u dan iwassal għal spirali negattiv. Għal-hekk, il-prevenzjoni ta' ġiri sfrenat għall-fidi u tal-fire sales konsegwenti fuq skala kbira hi ta' importanza kbira għall-istabbiltà finanzjarja ġenerali.

Il-maniġers tal-fondi jistgħu ma jissospendux il-fidi minħabba li jkunu mħassba dwar ir-riskju reputazzjonali. Wieħed mill-ostakoli ewlenin għall-użu ta' sospensjoni tal-fidi hu impatt potenzjalment negattiv fuq ir-reputazzjoni tal-maniġer tal-fond. Billi l-ħtieġa għal sospensjoni tista' faċilment tiġi attribwita għal ġestjoni ħażina tal-likwidità min-naħa tal-maniġer tal-fond, jista' jkun hemm telf dejjiemi ta' fiduċja fil-ħila professjonali tal-maniġer tal-fond. Konsegwentement, il-maniġers tal-fondi jistgħu joqogħdu lura milli jużaw is-sospensjoni tal-fidi anke jekk dan ikun fl-interessi kollettivi tal-investituri kollha tal-fond ta' investiment. F'xi każi oħra, il-maniġers tal-fondi jistgħu wkoll jiddeċiedu li ma jordnawx is-sospensjoni tal-fidi jekk jaħsbu li dan ma jkunx fl-aħjar interess tal-investituri tal-fondi ta' investiment tagħhom. F'dawn il-każi, fejn is-sospensjoni tal-fidi ma tintużax mill-maniġers tal-fondi iżda tkun xorta waħda meħtieġa minn perspettiva makroprudenzjali, l-NCAs għandhom jużaw is-setgħa li jesiġu s-sospensjoni tal-fidi.

Arranġamenti ta' passporting (l-eżerċizzju tad-dritt għal ditta rreġistrata fiż-Żona Ekonomika Ewropea li tagħmel negozju fi kwalunkwe stat ieħor taż-ŻEE mingħajr il-ħtieġa ta' aktar awtorizzazzjoni f'kull pajjiż) fl-Unjoni jfisser li għandhom jiġu assenjati rwoli u responsabbiltajiet lill-NCAs biex jordnaw sospensjonijiet. Ir-reġimi tal-passaporting jippermettu lill-kumpaniji li jamministraw l-AIFMs u l-UCITS biex jikkummerċjalizzaw unitajiet jew ishma b'mod transkonfinali lill-investituri fiż-ŻEE. Jippermettu wkoll attivitajiet ta' ġestjoni transkonfinali mill-maniġers ta' dawn il-fondi ta' investiment. Jekk fond ta' investiment ikun stabbilit fi Stat Membru wieħed iżda l-kumpanija tal-amministrazzjoni tal-AIFM jew tal-UCITS tkun ibbażata f'ieħor, jista' ma jkunx ċar liema NCA tkun responsabbli għall-ġestjoni tas-sospensjoni tal-fidi jew meta awtorità għandha tintervjeni b'setgħat ta' sospensjoni. In-nuqqas ta' ċarezza dwar ir-responsabbiltajiet assenjati jista' jwassal għal reazzjonijiet insuffiċjenti jew imdewma waqt kundizzjonijiet tas-suq li jkunu taħt stress u li jkunu qed jinbidlu malajr. Responsabbiltajiet kondiviżi u/jew responsabilità kondiviża mal-awtorità inqas infurmata jistgħu għalhekk ikollhom konsegwenzi negattivi mhux intenzjonati. Biex dan jiġi evitat, ġie rakkomandat li l-Kummissjoni tipproponi li l-leġiżlazzjoni rilevanti tal-Unjoni tiċċara r-rwoli u r-responsabbiltajiet tal-NCAs involuti.

Awtoritajiet rilevanti oħra, inklużi l-ESMA u l-BERS, għandhom jiġu notifikati qabel ma l-awtorità responsabbli teżerċita s-setgħa tagħha biex tordna s-sospensjoni tal-fidi jekk ikun hemm implikazzjonijiet transkonfinali għall-istabbiltà finanzjarja. Billi l-passporting jippermetti li l-fondi jiġu kummerċjalizzati abbażi transkonfinali fi ħdan iż-ŻEE, il-fatt li tiġi ordnata sospensoni tal-fidi jista' jaffettwa direttament lill-investituri u s-swieq ta' awtoritajiet rilevanti oħrajn. Ordni ta' sospensjoni tal-fidi ta' ċertu fond ta' investiment tista' wkoll, għalhekk, ikollha konsegwenzi għas-swieq finanzjarji u l-fiduċja tal-investituri f'ġurisdizzjonijiet oħrajn. Jekk l-awtoritajiet rilevanti ma jiġux informati, reazzjonijiet tas-suq bħal dawn jistgħu jiġu bħala sorpriża u jxekklu azzjoni regolatorja xierqa. Biex ikunu jistgħu jittaffew ir-riskji potenzjali għall-istabbiltà finanzjarja, ġie rakkomandat li l-Kummissjoni, fil-leġiżlazzjoni xierqa tal-Unjoni, tinkludi l-obbligu li tingħata informazzjoni minn qabel lill-awtoritajiet rilevanti. Madankollu, dan l-obbligu għandu jiġi fformulat b'tali mod li ma jżommx lill-NCAs milli jaġixxu immedjatament f'każ ta' kriżi.

L-ESMA għandha tfittex li tagħti pariri u għandha tiffaċilita u tikkoordina l-użu min-naħa tal-NCAs tas-setgħat tagħhom biex jissospendu l-fidi jekk ikun hemm implikazzjonijiet transkonfinali fir-rigward tal-istabbiltà finanzjarja. Waqt li tqis il-karatteristiċi nazzjonali, l-ESMA għandha tadotta rwol koordinattiv u konsultattiv biex tipprovdi kundizzjonijiet indaqs għall-NCAs ħalli jużaw is-setgħat tagħhom biex jissospendu l-fidi, bl-għan li jittaffew ir-riskji għall-istabbiltà finanzjarja. Dan ir-rwol ta' koordinazzjoni għandu jinkludi inizjattiva fir-rigward ta' fatturi prattiċi ġenerali li l-NCAs għandhom jikkunsidraw meta jużaw is-setgħat tagħhom biex jissospendu l-fidi. Barra minn hekk, attwalment m'hemm ebda definizzjoni omoġenja u preċiża tal-interess pubbliku. L-ESMA għandha tippromwovi għarfien kondiviż fost l-NCAs dwar kif id-dispożizzjonijiet rilevanti tad-Direttivi 2009/65/KE u 2011/61/UE jirrelataw mal-istabbiltà finanzjarja u riskju sistemiku, mingħajr ma jirrendu lir-regolaturi prevedibbli u jiġġeneraw periklu morali. Dawn id-dispożizzjonijiet mhux biss jiffaċilitaw metodu aktar armonizzat għas-sospensjoni tal-fidi iżda jappoġġaw ukoll l-idea li s-sospensjoni tal-fidi għandha ssir strument funzjonali biex tgħin ħalli ttaffi r-riskji għall-istabbiltà finanzjarja.

II.1.2 Effetti mhux intenzjonati

Hemm riskju li investituri istituzzjonali infurmati sew jistgħu jantiċipaw l-attivazzjoni ta' ċertu strument. Dan jista' jnaqqas jew ixekkel l-effikaċja ta' ċertu strument, billi l-investituri jippruvaw jaġixxu qabel ma l-istrument ikun attwalment ġie attivat. F'ċerti ċirkostanzi l-antiċipazzjoni tal-attivazzjoni ta' ċertu strument tista' twassal saħansitra għal xenarji ta' ġiri sfrenat għall-fidi, u b'hekk tagħti bidu għal spirali ta' likwidità. Għalhekk, il-gwida għandha tevita kull xorta ta' fattur awtomatiku u preskrittiv.

L-istrumenti għall-ġestjoni tal-likwidità jistgħu jkunu validi meta l-kundizzjonijiet ta' suq taħt stress ikunu persistenti. Skont iċ-ċirkostanzi tas-suq, l-istrumenti ex post jistgħu biss jiddifferixxu l-problema tal-likwidità peress li jiddifferixxu biss il-fidi għal tul limitat ta' żmien (e.g. limiti tal-fidi). Ma jeliminawx il-problema meta l-kundizzjonijiet ta' suq taħt stress ikunu persistenti u għalhekk ma jistgħux jissostitwixxu miżuri strutturali bħal dawk maħsuba biex jindirizzaw diskrepanzi eċċessivi tal-likwidità.

II.2 Rakkomandazzjoni B — Dispożizzjoniet addizzjonali biex titnaqqas il-probabbiltà ta' diskrepanzi eċċessivi tal-likwidità

II.2.1 Raġuni ekonomika u effetti intenzjonati

Il-fondi ta' investiment li jamminstraw assi li huma intrinsikament inqas likwidi mhux bilfors joħolqu tħassib dwar l-istabbiltà finanzjarja. L-għoti ta' aċċess għal varjetà ta' klassijiet ta' assi jżid l-effiċjenza tas-suq billi joffri aktar opportunitajiet ta' investiment u jtejjeb l-aċċess għal finanzjament għall-emittenti ta' dawn l-assi. Minn perspettiva

ta' politika ekonomika, il-permess mogħti lill-fondi ta' investiment biex jinvestu f'kategoriji ta' assi negozjati b'mod inqas attiv, bħal ishma azzjonarji privati, bonds korporattivi jew self mhux iggradati, jikkontribwixxi wkoll għad-diversifikazzjoni tal-finanzjament fl-ekonomija. Dan jaqbel mad-domanda dejjem akbar tal-investituri għal aktar opportunitajiet ta' investiment fil-kuntest ta' ambjent ta' redditu baxx fit-tul.

Ir-riskji għall-istabbiltà finanzjarja jinqalgħu meta jkun hemm diskrepanza kbira bejn il-likwidità ta' dawn l-assi u l-likwidità offruta lill-investituri permezz tal-politika tal-fondi dwar il-fidi. Imqabbla ma' fondi ta' investiment li jinvestu f'assi likwidi, fejn għadd kbir ta' fidi biss ikollu impatt fuq il-prezzijiet tas-suq, l-obbligu (soġġett għall-possibbiltà li l-fond jista' jiġi sospiż) li jbiegħu anke ammont żgħir ta' assi inqas likwidi jista' jwassal malajr għal żidiet kbar ta' kollassi fis-suq. Id-disponibbiltà ta' punti ta' fidi frekwenti hi partikolarment problematika jekk twassal lill-investituri biex jivvalutaw b'mod eċċessiv il-likwidità tal-assi miżmuma mill-fondi ta' investiment fejn huma jkunu investew. Dan jista' jirriżulta f'bejgħ ta' bilfors minn, pereżempju, investituri li għandhom leverage.

Jekk jiġi żgurat li l-politika ta' fond ta' investiment flessibbli dwar il-fidi tkun allinjata b'mod strutturali mal-profil tal-likwidità tal-assi tiegħu, dan għandu jnaqqas ir-riskji assoċjati mal-fire sales. Il-maniġers għandhom bosta opzjonijiet meta jinvestu bil-kbir f'assi inqas likwidi. Pereżempju, fuq in-naħa tal-assi, l-iffissar ta' limiti għall-proporzjon ta' assi anqas likwidi li maniġer jista' jinvesti fihom, jista' jtejjeb il-kapaċità tal-maniġer tal-fond biex jifdi, anke f'kundizzjonijiet ta' suq taħt stress. Jekk jiġi żgurat li jkunu disponibbli biżżejjed assi likwidi, dan inaqqas il-vantaġġ ta' min jieħu l-ewwel pass u r-riskju ta' ġirja sfrenata għall-fidi. Waqt li jindirizza diskrepanzi eċċessivi tal-likwidità fil-livell ta' fond individwali, dan jista' jnaqqas ukoll il-kobor tal-bejgħ kollettiv u r-riskju ta' fire sales. Fl-aħħarnett, jista' jnaqqas il-probabbiltà u s-severità ta' avveniment sistemiku.

It-titjib tal-kapaċità ta' fond ta' investiment biex jonora l-fidi f'kundizzjonijiet ta' suq taħt stress inaqqas ukoll il-probabbiltà ta' sospensjoni tal-fidi. Iż-żieda tar-reżistenza strutturali tal-fondi ta' investiment tista' tevita d-dipendenza żejda fuq a-LMT peress li parti mill-kummentarju tal-midja tirreferi speċifikament għal effett potenzjali mhux intenzjonat tal-istrument tas-sospensjoni nnifsu [1].

Fuq in-naħa tal-obbligazzjonijiet, il-maniġers jistgħu jimplimentaw politika ta' fidi u jnaqqsu l-frekwenza tal-fidi offruta minn fond ta' investimenht, u/jew jistgħu jimponu perijodi ta' notifika għall-investituri li jixtiequ jifdu minn fond ta' investiment. Fil-każ ta' livelli anormali ta' flussi ta' ħruġ, ir-restrizzjoni tal-fidi tista' tagħti lill-maniġer tal-fond aktar ħin biex jillikwida l-assi ħalli jlaħħaq ma' talbiet għall-fidi. Tista' wkoll tagħti iżjed ħin lis-suq biex tinstab soluzzjoni għat-tħassib sottostanti, jew biex it-tħassib jintemm b'mod naturali biż-żmien (e.g. fil-każ tal-fondi ta' proprjetà immobbli tar-Renju Unit). F'xi każi tista' tippermetti xi forma ta' intervent wiesa' min-naħa tal-awtoritajiet, ħaġa li tista' tgħin biex ittaffi l-istress sottostanti immedjat. Fil-każ ta' perijodi ta' notifika, fejn l-investituri jkunu jafu d-data tal-fidi bil-quddiem huma jkunu jistgħu jippjanaw f'termini tal-pożizzjonijiet ta' likwidità tagħhom stess li s-sospensjoni tal-fidi ma tippermettix.

Il-fondi ta' proprjetà immobbli huma eżempju fost oħrajn ta' fondi li jistgħu jippreżentaw diskrepanzi kbar ta' likwidità. Il-fondi ta' proprjetà immobbli jinvestu tipikament f'assi ta' bażi inqas likwidi u huma suxxettibbli għal diskrepanzi sinifikanti ta' likwidità jekk ikollhom struttura flessibbli. Jistgħu jirriżultaw riskji sistemiċi minn kombinazzjoni ta' diskrepanzi ta' likwidità u l-użu tal-leverage. Dawk li jifdu kmieni jista' jkollhom il-vantaġġ ta' min jieħu l-ewwel pass, u b'hekk joħolqu sitwazzjoni ta' ġirja sfrenata għall-fidi, minħabba li dawn il-fondi ta' investiment iżommu ftit biss assi likwidi lesti biex ilaħħqu mal-fidi. Minħabba l-leverage dawn it-talbiet għal fidi jistgħu jġiegħlu lill-maniġer ibiegħ proporzjon akbar tal-portafoll, b'impatt konkomitanti fuq il-prezzijiet tal-assi. Eventwalment, dawn il-fondi ta' investiment jistgħu jkabbru u jxerrdu r-riskji fil-bqija tas-sistema finanzjarja. [2] Fil-każ tal-fondi ta' proprjetà immobbli tar-Renju Unit, is-sospensjonijiet għenu biex jiġi evitat bejgħ mifrux u mgħaġġel ta' CRE bħala riżultat tar-referendum tar-Renju Unit dwar is-sħubija fl-Unjoni Ewropea (ara l-Kaxxa 3). Madankollu, kif ġie indikat mill-Bank of England, għad hemm vulnerabbiltà sottostanti li tista' titfaċċa minn diskrepanzi tal-likwidità bejn l-assi u l-obbligazzjonijiet tal-fondi ta' investiment. Skossi futuri fis-suq CRE jistgħu joħolqu ċikli ta' fidi, sospensjonijiet u bejgħ bl-iskont.

(1) Għal xi eżempji ta' effetti potenzjali mhux intenzjonati relatati ma' żviluppi reċenti f'fondi ta' proprjetà immobbli fir-Renju Unit, ara https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brexit-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds jew https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1, viewed at November 2017.

(2) Bank of England, "Financial Stability Report – November 2016".

Kaxxa 3: Fondi ta' proprjetà immobbli — il-każ tal-fondi ta' proprjetà immobbli tar-Renju Unit

Il-karatteristiċi tal-fondi ta' proprjetà immobbli tal-Unjoni huma differenti. Il-fondi tal-proprjetà immobbli tipikament jinvestu f'assi inqas likwidi bħal proprjetà, drittijiet ta' proprjetà u interessi azzjonarji f'kumpaniji tal-proprjetà immobbli. F'xi ġurisdizzjonijiet, huma permessi biss fondi ta' proprjetà immobbli limitati, u f'dan il-każ l-investituri jistgħu jifdu unitajiet biss b'maturitajiet predeterminati u, normalment, biss fid-data ta' skadenza tal-fond ta' investiment. F'ġurisdizzjonijiet oħra, ir-regoli tal-fondi ta' investiment u d-dokumentazzjoni tal-offerta ta' strutturi flessibbli jagħtu lill-investituri d-dritt li jitolbu l-fidi tal-unitajiet tagħhom fil-fondi aktar spiss. Dan jista' jwassal għal trasformazzjoni tal-likwidità fuq skala kbira, speċjalment jekk dawn il-fondi ta' investiment joffru fidi ta' kull ġimgħa jew ta' kuljum.

Eżempju tat-tħassib dwar il-fondi ta' proprjetà immobbli deher fir-Renju Unit wara r-referendum UE tat-23 ta' Ġunju 2016. Bejn Lulju u Diċembru 2016, bosta mid-19-il CISs tar-Renju Unit [1] li kienu qed jinvestu fi proprjetà diretta applikaw xi forma ta' miżura speċjal fir-rigward tal-likwidità. Is-suq tal-proprjetà immobbli tar-Renju Unit kien ilu jara l-valuri jonqsu u fidi ta' fondi ta' investiment għal madwar tmien xhur qabel ir-referendum, u l-vot għall-ħruġ wassal għal żieda fit-talbiet għall-fidi mill-investituri. Madwar 15-il fond ta' investiment li joffru negozjar ta' kuljum sabu ruħhom f'sitwazzjoni ta' fidi kumulattiv ta' 4,1 % tan-NAV, li f'każ wieħed laħaq livell ta' 8 % tan-NAV. Fl-istess ħin, għaxar fondi ta' investiment għamlu aġġustamenti fl-ipprezzar b'valur ġust (FVP) li kienu jvarjaw bejn 4 % u 15 %.

Il-fondi ta' investiment affettwati adottaw metodi differenti għall-użu tal-istrumenti tal-ġestjoni tal-likwidità. Fl-ewwel ġimgħa ta' Lulju sitt fondi ta' investiment li jinnegozjaw kuljum, u li jirrappreżentaw madwar GBP 14,6 biljun, issospendew il-fidi (tlieta minnhom kienu wkoll applikaw aġġustamenti FVP). Fond ta' investiment wieħed reġa' beda n-negozjar b'aġġustament kontra d-dilwizzjoni biex jirrifletti l-iskont meħtieġ ħalli għadd ta' proprjetajiet immobbli jinbiegħu malajr. Il-maniġers tal-fondi l-oħra żammew il-fondi ta' investiment tagħhom sospiżi sakemm deħrilhom li kien hemm biżżejjed ċarezza fir-rigward tal-valutazzjonijiet tal-assi. Ir-regoli tal-Awtorità tal-Kondotta Finanzjarja tar-Renju Unit (FCA) jesiġu li maniġer ta' fond għandu jirrevedi l-ġustifikazzjoni għal sospensjoni mill-inqas kull 28 jum, iżda ma jiffissawx perijodu massimu li tulu tista' tinżamm is-sospensjoni.

Il-livelli tad-domanda għall-fidi bdew jerġgħu lura għan-normal minn nofs Lulju 'l quddiem. Dawk il-fondi ta' investiment li kienu ssospendew il-fidi, gradwalment bdew jerġgħu jibdew jinnegozjaw, l-aħħar fosthom għamel hekk f'nofs Diċembru. Il-fondi ta' investiment li kienu joffru likwidità ta' kull xahar jew ta' kull trimestru ma kellhomx livelli ogħla minn dawk tas-soltu ta' talbiet għal fidi, jew setgħu jiżguraw li livelli suffiċjenti ta' flus kontanti u assi likwidi oħra kienu disponibbli biex jissodisfaw id-domanda.

Dan l-episodju kellu impatt fuq xi fondi ta' investiment marbuta ma' unitajiet, iżda ebda kontaġju ma nfirex għal klassijiet oħra ta' assi. Is-sospensjoni tan-negozjar affettwat xi fondi ta' investiment marbuta ma' unitajiet li kienu investew fi CIS biex jiksbu espożizzjoni għall-proprjetà immobbli bħala klassi ta' assi. Minn dawn il-fondi ta' investiment, 59, b'total AuM ta' GBP 2 biljun, kienu investew fi CIS li kienu ssospendew in-negozjar. F'xi każi, dan affettwa l-kapaċità tagħhom li jissodisfaw l-obbligi mhux kuntrattwali tagħhom, inkluż tħassir ta' kuntratti jew trasferimenti, għalkemm ma kienx hemm impatt fuq il-ħlas tal-benefiċċji la fid-data tal-maturità u lanqas fil-każ tal-mewt ta' persuni assigurati.

Il-Bank of England saħaq fuq ir-riskji ta' kontaġju fir-Rapport tal-Istabbiltà Finanzjarja tiegħu ta' Lulju 2016 [2]. Madankollu, in-natura ta' dan l-avveniment tas-suq naqqset ir-riskju li jista' jkun hemm impatt sistemiku. L-iskossa ma kinitx avveniment ta' kreditu mifrux, iżda primarjament avveniment speċifiku għar-Renju Unit li affettwa l-prezzijiet tal-proprjetà immobbli. Barra minn hekk, l-impatt mill-fidi tal-fondi ta' investiment li jinnegozjaw kuljum kien limitat sew permezz tal-użu tal-istrumenti diġà disponibbli għall-fondi ta' investiment. Barra dan, il-valur tal-fondi ta' investiment affettwati kien żgħir: f'termini ta' AuM, il-proprjetà awtorizzata CIS irrappreżentat madwar 2,7 % tal-fondi ta' investiment flessibbli tar-Renju Unit (GBP 949,7 biljun). B'kollox, il-fondi ta' investiment flessibbli kollha għandhom madwar GBP 35 biljun fi proprjetà kummerċjali, i.e. inqas minn 10 % tas-suq (GBP 683 biljun).

---

[1] Dawn il-fondi huma AIFs skont id-Direttiva 2011/61/UE iżda huma soġġetti għal awtorizzazzjoni u regolazzjoni skont il-liġi tar-Renju Unit.

[2] Bank of England, "Financial Stability Report – July 2016".

Eżempju ieħor hu meta l-fondi tal-bonds jinvestu f'titoli bi klassifika jew bla klassifika ta' investiment, li jistgħu jippreżentaw diskrepanzi sinifikanti ta' likwidità. F'Diċembru 2015 fond kbir Amerikan ta' bonds b'redditu għoli ħabbar li kien se jillikwida l-portafoll tiegħu u jissospendi l-fidi. Il-maniġer tal-fond qies li t-talbiet tal-investituri għall-fidi, fil-kuntest ta' tnaqqis ġenerali ta' likwidità fis-swieq tad-dħul fiss, kienu jfissru li ma kienx possibbli li jinġabru biżżejjed flus kontanti biex jitħallsu t-talbiet għall-fidi mingħajr ma jinbiegħu assi bi prezz imnaqqas, u b'hekk ikunu żvantaġġati l-bqija tal-azzjonisti. Din kienet konsegwenza tal-likwidità baxxa intrinsika tal-investimenti tal-fond ta' investiment, bħal bonds korporattivi klassifikati CCC u inqas jew li ma kinux klassifikati (magħrufa wkoll bħala titoli f'diffikultà), flimkien ma' livell baxx ta' flus kontanti u assi likwidi oħra.

Ma hemm ebda diskrepanzi kbar ta' likwidità fil-biċċa l-kbira tal-fondi ta' investiment fl-Unjoni. Pereżempju, il-fondi ta' ishma azzjonarji huma meqjusa bħala involuti fi trasformazzjoni limitata tal-likwidità ([1]) billi l-biċċa l-kbira tal-ishma elenkati huma meqjusa likwidi anke f'kundizzjonijiet ta' stress. Bl-istess mod, l-evidenza għall-fondi ta' bonds tidher li tindika kompromess bejn it-trasformazzjoni tal-likwidità u tal-maturità. ([1]) Il-fondi ta' investiment li jiffukaw fuq dejn korporattiv inqas likwidu ġeneralment jinvestu f'titoli b'maturità iqsar mill-medja, waqt li l-fondi ta' investiment li jinvestu f'bonds sovrani aktar likwidi x'aktarx li jinvestu f'assi ta' perijodu ta' żmien itwal. Fond ta' investiment li jinvesti f'assi likwidi ta' perijodu ta' żmien twil ġeneralment jista' jbigħhom fi kwalunkwe ħin, waqt li fond li jinvesti f'assi inqas likwidi għal żmien qasir għandu jkun jista' jġedded spiss il-portafoll tiegħu, u b'hekk jillimita t-trasformazzjoni tal-likwidità tiegħu. ([2])

Min-naħa l-oħra, l-akbar diskrepanzi fil-maturità jseħħu għal AIFs flessibbli li jinvestu f'assi li huma essenzjalment inqas likwidi. Il-fondi tal-proprjetà immobbli, b'mod partikolari, jirrappreżentaw 5 % tal-fondi ta' investiment fl-Ewropa (€658 biljun), li l-biċċa kbira tagħhom huma flessibbli u esposti għal diskrepanzi tal-likwidità kif jidher fil-pubblikazzjoni tal-BERS Shadow Banking Monitor (Tabelli 1 u 2). Is-settur tal-fondi tal-proprjetà immobbli sar ukoll aktar importanti f'dawn l-aħħar snin, billi l-AuM żdiedu bi 34 % fuq sentejn (sar-raba' trimestru tal-2016) meta mqabbla ma' 19 % għall-bqija tal-industrija tal-fondi. Il-pubblikazzjoni tal-BERS Shadow Banking Monitor turi wkoll li l-fondi spekulattivi (€436 biljun) jinvolvu ruħhom fit-trasformazzjoni tal-likwidità, skont l-istrateġija tagħhom. Bi tqabbil, il-fondi tas-self għadhom industrija emerġenti (€26 biljun).

Tabella 1

Trasformazzjoni tal-likwidità mill-fondi ta' investiment

Tip ta' fond	Fondi ta' Bonds	Fondi Spekulattivi	Fondi ta' Proprjetà Immobbli	Fondi Negozjati fil-Borża	Fondi ta' Ishma Azzjonarji Privati
	●	●	●	●	○

Kodifikazzjoni skont il-kulur: ● = involviment qawwi; ● = involviment medju; ● = involviment baxx; ○ = involviment improbabbli jew insinifikanti

Tabella 2

Assi tal-fondi ta' investiment taż-żona tal-euro (EUR triljuni)

	Diċ-14	Ġun-15	Diċ-15	Ġun-16	Diċ-16	Mar-17	Apr-17
Fondi ta' bonds	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
Fondi ta' ishma azzjonarji	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
Fondi Spekulattivi	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
Fondi mħalltin	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

([1]) Ara l-pubblikazzjoni tal-BERS "EU Shadow Banking Monitor", Nru 2, 2017.
([2]) Ara l-pubblikazzjoni tal-BERS "EU Shadow Banking Monitor", Nru 1, 2016.

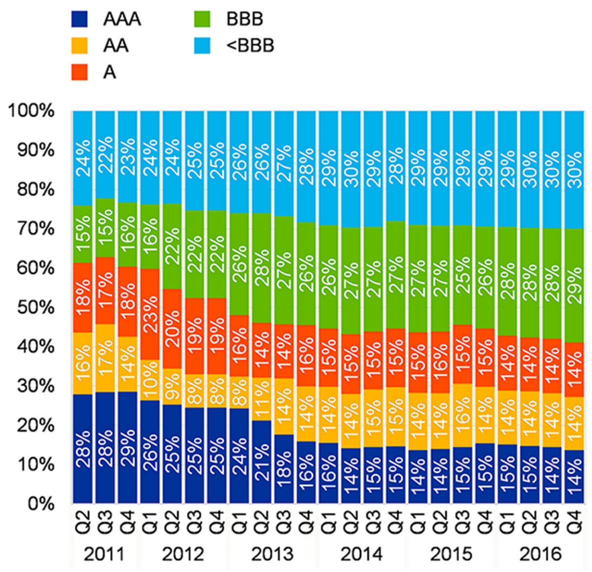
	Diċ-14	Ġun-15	Diċ-15	Ġun-16	Diċ-16	Mar-17	Apr-17
Fondi ta' proprjetà immobbli	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
Total	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

Xejra osservata matul l-aħħar ftit snin kienet li xi fondi tal-bonds tal-Unjoni li jinkludu UCITS ċaqalqu l-allokazzjoni tal-assi tagħhom minn titoli ta' dejn ta' kategorija ogħla għal kategorija iżjed baxxa, u dan wassal għal skopertura għal maturitajiet itwal u riskju ogħla tal-kreditu. B'mod partikolari, il-fondi ta' investiment b'redditu għoli jirrappreżentaw 19 % tal-assi tal-fondi tal-bonds, u skont fatturi strutturali u ċikliċi tal-likwidità tas-suq, kif imsemmi qabel, ma jistax jiġi eskluż li l-fondi ta' investiment eventwalment jistgħu jsiru esposti għal diskrepanzi ta' likwidità, għall-inqas temporanjament. Madankollu, fin-nuqqas ta' dejta armonizzata fil-livell tal-Unjoni, hu diffiċli li tittkejjel il-materjalità ta' din il-kwistjoni u l-kontribut potenzjali tal-UCITS għar-riskji fir-rigward tal-istabbiltà finanzjarja (ara l-Kaxxa 4).

Kaxxa 4: Skopertura potenzjali tal-UCITS għal diskrepanzi tal-likwidità

Id-Direttiva 2007/16/KE tesiġi li l-UCITS għandhom jinvestu b'mod predominanti f'assi likwidi. Madankollu, il-likwidità ta' xi assi eliġibbli tista' tonqos f'kundizzjonijiet ta' suq taħt stress, u tesponihom b'mod temporanju għal diskrepanzi tal-likwidità. Dan hu speċjalment il-każ tal-fondi ta' bonds b'redditu għoli. B'reazzjoni għal dan, IOSCO dan l-aħħar nediet konsultazzjoni dwar jekk il-fondi, inklużi l-UCITS, għandux ikollhom mekkaniżmi addizzjonali għall-ġestjoni tal-likwidità. ([1])

Fondi tal-bonds tal-Unjoni: klassifikazzjoni medja tal-investimenti tal-fondi
(perċentwal ta' assi totali; l-aħħar aġġornament: Trimestru 4 2016)



Xejra komuni osservata sa mill-2009 kienet li xi fondi tal-bonds tal-Unjoni jbiddlu l-allokazzjoni tal-assi tagħhom minn titoli ta' dejn ta' kategorija ogħla għal kategorija iżjed baxxa, waqt li fl-istess ħin iżidu t-tul ta' żmien tal-portafolli tagħhom. Għalkemm din il-bidla fix-xejriet tal-investiment naqqset ir-ritmu matul l-aħħar ftit snin, xorta waħda tfisser li dawn il-fondi issa huma aktar esposti għal bidliet fir-redditi tal-bonds. Portafolli anqas likwidi u investimenti aktar baxxi fi flus kontanti jistgħu jagħmluha aktar diffiċli għall-fondi tal-bonds biex jerġgħu jibbilanċjaw il-portafolli wara talbiet kbar ta' fidi, jiġifieri mingħajr ma jikkawżaw riperkussjonijiet fis-swieq tal-bonds.

Sorsi: Thomson Reuters Lipper, ESMA u Standard & Poor's.

Minkejja l-evidenza ta' żieda fit-teħid tar-riskju fuq sfond ta' likwidità mnaqqsa fis-swieq tal-bonds ([2])**, nuqqas ta' informazzjoni granulari dwar assi tal-UCITS (e.g. likwidità) u obbligazzjonijiet ifisser li r-riskju għall-istabbiltà finanzjarja ma jistax jiġi valutat b'mod komprensiv.** L-obbligi ta' rappurtar għall-kumpaniji li jamminstraw il-UCITS, kif previst fir-Rakkomandazzjoni D, huma meħtieġa għall-valutazzjoni tal-materjalità ta' dan ir-riskju. Dan jinvolvi l-ġbir u l-iskambju ta' dejta granulari u armonizzata. Jekk ikun hemm, madankollu, evidenza analitika li turi li partijiet tas-settur tal-fondi UCITS ikunu esposti għal diskrepanzi sinifikanti tal-likwidità, jista' jkun meħtieġ li jiġi rivedut l-ambitu tar-Rakkomandazzjoni B biex jinkludi xi prodotti speċifiċi tal-UCITS.

([1]) "IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration", Rapport Konsultattiv, Lulju 2017.
([2]) "Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments", BIS, 2015.

L-FSB jagħti parir ([1]) **li l-assi tal-fondi ta' investiment u l-istrateġiji tal-investiment għandhom ikunu konsistenti mat-termini u l-kundizzjonijiet li jirregolaw il-fidi ta' unitajiet tal-fondi tal-investiment** kemm meta jitwaqqaf il-fond ta' investiment kif ukoll abbażi kontinwa (għal fondi ta' investiment ġodda u eżistenti). Dan għandu jqis il-likwidità mistennija tal-assi u l-imġiba tal-investituri kemm f'kundizzjonijiet normali tas-suq kif ukoll f'kundizzjonijiet ta' suq taħt stress.

Dispożizzjonijiet addizzjonali f'dak il-qasam għandhom ikunu konsistenti mal-qafas eżistenti skont id-Direttiva 2011/61/UE, li diġà jesiġi l-allinjament tal-istrateġija tal-investiment, il-profil tal-likwidità u l-politika tal-fidi tal-fond ta' investiment, u jistabbilixxi limiti xierqa għall-ġestjoni tal-likwidità u testijiet tal-istress. B'mod partikolari, skont ir-reġim regolatorju attwali l-AIFMs għandhom ikunu kapaċi juru lill-NCAs tagħhom li qed jintużaw sistemi xierqa tal-ġestjoni tal-likwidità u proċeduri effikaċi. Madankollu, abbażi ta' evidenza reċenti il-BERS osserva li xi AIFs għadhom qed iwettqu livell għoli ta' trasformazzjoni tal-likwidità. ([2]) Għalhekk, li din id-dimostrazzjoni ssir obbligatorja għal fondi ta' investiment li jinvestu f'assi inqas likwidi tista' tikkontribwixxi biex jintlaħqu l-għanijiet tad-Direttiva 2011/61/UE billi tiġi żgurata implimentazzjoni aktar konsistenti tad-Direttiva. Tista' tħeġġeġ l-użu ta' miżuri speċifiċi għal fondi ta' investiment li jinvestu f'assi inqas likwidi, bħal, pereżempju, l-użu ta' limiti interni fuq assi anqas likwidi.

Trasformazzjoni sostanzjali tal-likwidità għandha tiġi evitata. Uħud mill-Istati Membri inkorporaw reġimi mfassla apposta fl-oqfsa legali nazzjonali tagħhom biex jistabbilixxu l-kundizzjonijiet li jirregolaw kif l-AIFs jistgħu jamministraw assi meqjusa bħala inqas likwidi, bħal proprjetà immobbli jew self. Fl-opinjoni tagħha lill-Parlament Ewropew, lill-Kunsill u lill-Kummissjoni ([3]), l-ESMA qalet li l-AIFs li joriġinaw is-self għandhom ikunu stabbiliti bħala strumenti limitati mingħajr id-dritt li jifdu unitajiet fuq bażi regolari. Ġurisdizzjonijiet oħra adottaw miżuri strutturali biex jeliminaw ir-riskji ta' fire sales li jirriżultaw minn talbiet massivi ta' fidi. Pereżempju, jekk parti mhux negliġibbli tal-portafoll tkun illikwida, il-forma limitata tkun meħtieġa minħabba n-natura intrinsika tal-assi miżmuma mis-CIS. L-opzjoni li jintalab ħlas lura matul il-validità tal-AIF għandha tiġi offruta biss mill-maniġer tal-fond lill-investituri jekk ikunu ġew sodisfatti ċerti kundizzjonijiet. Dan għandu jsir f'intervalli fissi, e.g. kif stipulat mir-Regolament (UE) 2015/760 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill ([4]).

Din ir-rakkomandazzjoni tagħti parir lill-ESMA biex tiddefinixxi lista ta' assi li huma essenzjalment inqas likwidi. Bħalissa fir-regolamenti ma hemm ebda definizzjoni ta' assi likwidi jew inqas likwidi (ara l-Kaxxa 5), għalkemm l-għan mhuwiex li tiġi proposta definizzjoni bħal din iżda minflok li jiġi promoss metodu konsistenti għall-implimentazzjoni tad-dispożizzjonijiet imsemmija hawn fuq tad-Direttiva 2011/61/UE. It-terminu "inqas likwidi" jirrikonoxxi wkoll il-fatt li l-assi rarament, jew qatt, ma jkunu totalment illikwidi.

Fid-dawl tal-ħtieġa ta' konsistenza trans-settorjali, l-ESMA għandha tikkonsulta mal-ABE u l-EIOPA meta tkun qed tħejji l-lista. It-tikkettar, minn kwalunkwe regolatur, ta' assi bħala likwidi jew inqas likwidi, jibgħat sinjal lill-parteċipanti tas-suq. Barra minn hekk, irrispettivament minn min ikun qed ibiegħ l-assi (regolat, mhux regolat, bank jew mhux bank), il-grupp ta' xerrejja ġeneralment ikun l-istess f'kundizzjonijiet ta' suq taħt stress. Il-konsistenza ta' metodi regolatorji hi għalhekk mixtieqa. ([5])

Il-lista ta' assi li essenzjalment huma inqas likwidi għandha tinkludi assi li ma jistgħux jiġu konvertiti faċilment u malajr fi flus kontanti bi ftit telf ta' valur matul stress tas-suq. L-analiżi tal-likwidità tal-assi għandha tqis, fost l-oħrajn, iż-żmien meħtieġ biex tillikwida dawk l-assi f'kundizzjonijiet ta' suq taħt stress mingħajr ma jkollu jiġi aċċettat skont kbir. Fil-kumpilazzjoni ta' din il-lista, l-ESMA għandha tqis, b'mod partikolari, il-proprjetà immobbli, titoli mhux ikkwotati (inklużi ishma privati), self u assi alternattivi oħra. L-assi li, f'kundizzjonijiet normali tas-suq, jistgħu jinbiegħu mingħajr ma jkollu jiġi aċċettat skont kbir m'għandhomx ikunu fil-lista, billi din ir-rakkomandazzjoni hi maħsuba biex tindirizza kwistjonijiet strutturali maħluqa minn assi li huma essenzjalment inqas likwidi.

([1]) FSB, Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities, Jannar 2017.

([2]) Il-pubblikazzjoni tal-BERS "EU Shadow Banking Monitor", Novembru 2017.

([3]) ESMA, "Key principles for a European framework on loan origination by funds", April 2016.

([4]) Regolament (UE) 2015/760 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tad-29 ta' April 2015 dwar il-fondi ta' investiment Ewropej fuq terminu twil (ĠU L 123, 19.5.2015, p. 98).

([5]) Jidher li l-ħtieġa ta' kooperazzjoni bejn ir-regolaturi dwar dawn il-kwistjonijiet hi rikonoxxuta sew (e.g. l-Artikolu 46(3) u l-Artikolu 11(15) tar-Regolament (UE) Nru 648/2012 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-4 ta' Lulju 2012 dwar derivattivi OTC, kontropartijiet ċentrali u repożitorji tad-dejta dwar it-tranżazzjonijiet (ĠU L 201, 27.7.2012, p. 1), li jistipula teknika ta' mitigazzjoni tar-riskju għal kuntratti tad-derivattivi OTC mhux ikklerjati minn kamra tal-ikklerjar ta' kontroparti ċentrali.

Fejn fond ta' investiment joffri skopertura għal assi inqas likwidi, il-maniġer tal-fond jista' jkollu aċċess għal dispożizzjonijiet li jista' jintroduċi biex jindirizza r-riskju tal-likwidità. ([1]) Imbagħad il-maniġers ikollhom juru lill-NCAs rilevanti, kemm fit-twaqqif tal-fond ta' investiment kif ukoll fuq bażi kontinwa (jiġifieri matul il-proċess ta' approvazzjoni u wara l-approvazzjoni għal fondi ta' investiment soġġetti għal proċedura ta' approvazzjoni), li jistgħu jsegwu l-istrateġija tal-investiment tagħhom taħt kwalunkwe kundizzjonijiet prevedibbli tas-suq. Wara li jkunu qiesu kwalunkwe regolament li japplika għall-fond ta' investiment u skont il-politika ta' investiment tagħhom, il-maniġers tal-fondi għandhom modi differenti biex jiżguraw il-konsistenza bejn l-istrateġija tal-investiment tagħhom u l-profil tal-fidi tal-fond ta' investiment, kemm waqt il-fażi tad-disinn kif ukoll fuq bażi kontinwa. ([1]) Dawn jinkludu:

— it-tip ta' strument (e.g. fond ta' investiment limitat, ELTIF);

— politika tal-fidi;

— politika ta' investiment inklużi limiti interni għal assi inklużi fil-lista, bafer ta' assi likwidi, diversifikazzjoni (skoperturi jew kontraparti) u limiti fuq id-daqs tal-fond ta' investiment relattiv għas-suq bażi;

— implimentazzjoni ta' a-LMT;

— proċessi ta' ġestjoni tar-riskju tal-likwidità li jinkludu, pereżempju, definizzjoni ta' limiti rilevanti, klassifikazzjoni ta' assi fi gruppi ta' likwidità, monitoraġġ tal-konċentrazzjoni ta' investituri u mudelli ta' fidi mistennija.

L-użu ta' limiti interni b'mod partikolari għandu jiġi komunikat lill-NCAs waqt it-twaqqif tal-fondi ta' investiment rilevanti, u notifikat minn hemm 'il quddiem kull meta dawn il-limiti jinbidlu u jkunu disponibbli wkoll fuq talba tas-superviżuri. In-notifika lill-investituri għandha tiġi implimentata wkoll abbażi ta' gwida li għandha tiġi żviluppata mill-ESMA.

F'xi każi, jista' jkun ta' piż żejjed għall-maniġers ta' fondi żgħar b'mod partikolari biex juru li jistgħu jsegwu l-istrateġiji ta' investiment tal-fondi ta' investiment. Għalhekk, xi diskrezzjoni għandha titħalla f'idejn l-NCAs biex ifasslu mekkaniżmu li jippermetti lill-AIFMs juru li jistgħu jsegwu l-istrateġiji ta' investiment tal-fondi ta' investiment. Il-valutazzjoni tal-NCA tista ', pereżempju, tqis ir-riżultati ta' testijiet tal-istress.

M'hemmx definizzjoni waħda ta' "likwidità" tas-suq fil-leġiżlazzjoni kollha tal-Unjoni li abbażi tagħha tkun tista' tiġi kompilata lista ta' assi inqas likwidi. Kull biċċa leġiżlazzjoni tindirizza l-kwistjoni tal-likwidità b'mod differenti, skont l-għan tagħha (ara l-Kaxxa 5). Eżempju ta' metodi segwiti fil-livell nazzjonali jinsab fid-dokument ta' konsultazzjoni tal-FCA dwar assi illikwidi u fondi ta' investiment flessibbli ([2]), li jidentifika għadd ta' karatteristiċi komuni għall-assi illikwidi:

— ma jiġux negozjati f'suq organizzat;

— jista' jkun hemm żbilanċ sinifikanti bejn il-provvista u d-domanda;

— x'aktarx li jgħaddi xi ftit ż-żmien biex ix-xerrej u l-bejjiegħ jinnegozjaw il-prezz u t-termini l-oħra tat-tranżazzjoni;

— il-valutazzjoni tal-assi hu proċess kumpless;

— l-assi fiżiċi tipikament jinxtraw u jinbiegħu fl-intier tagħhom;

— minħabba dawn il-fatturi, u kumplikazzjonijiet possibbli oħra bħal restrizzjonijiet fuq it-trasferiment liberu tat-titlu, it-tranżazzjonijiet spiss jieħdu żmien twil biex jiġu konklużi.

Kaxxa 5: Il-likwidità fil-leġiżlazzjoni tal-Unjoni

Id-Direttiva 2007/16/KE dwar assi eliġibbli tesiġi li l-UCITS jinvestu b'mod predominanti f'assi likwidi, u tistabbilixxi regoli speċifiċi li jkopru l-eliġibbiltà ta' titoli trasferibbli, strumenti tas-suq monetarju u derivattivi. Ġeneralment, it-titoli trasferibbli u l-istrumenti tas-suq monetarju jistgħu jiġu kkunsidrati likwidi jekk jiġu ammessi jew negozjati f'suq regolat. L-assi inqas likwidi mhumiex definiti b'mod espliċitu iżda jitqiesu bħala investimenti ineliġibbli skont id-definizzjoni tad-Direttiva 2009/65/KE. B'mod partikolari dan hu il-każ tal-materja prima fiżika u l-assi tal-proprjetà immobbli.

([1]) "IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration", Rapport Konsultattiv, Lulju 2017.
([2]) FCA, "Illiquid assets and open-ended investment funds" dokument għad-diskussjoni (DP 17/1), Frar 2017.

Il-kunċett ta' likwidità jissemma f'diversi atti legali oħra tal-Unjoni, kif elenkat hawn taħt.

— Ir-Regolament (UE) Nru 909/2014 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill [1] jistipula li CSD għandu jinvesti fi flus kontanti jew strumenti finanzjarji likwidi ħafna b'riskju minimu tas-suq u tal-kreditu. Madankollu, ir-Regolament (UE) Nru 909/2014 ma jagħtix definizzjoni espliċita tal-likwidità, u minflok jirrakkomanda li l-ESMA, l-ABE u s-SEBĊ għandhom jiżviluppaw abbozz ta' RTS li jelenka l-istrumenti finanzjarji li jistgħu jitqiesu bħala likwidi ħafna.

— Ir-Regolament (UE) 2017/1131 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill [2] dwar fondi tas-suq monetarju jinkludi limiti tal-likwidità għal assi li jistgħu jitqiesu li jipprovdu likwidità kuljum jew kull ġimgħa, għalkemm il-likwidità mhijiex definita espliċitament. Ir-Regolament (UE) 2017/1311 hu bbażat fuq ir-raġunament li data bikrija tal-maturità għall-assi tgħin biex tiżgura li l-investituri jieħdu flushom lura.

— Id-Direttiva 2014/65/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill [3] tinkludi diskussjonijiet dwar il-metodoloġija użata għall-kalkolu tal-likwidità fi strumenti li mhumiex ishma azzjonarji, bħal bonds. L-ESMA tikkunsidra żewġ metodi alternattivi għall-kalkolu tal-likwidità, i.e. il-metodu ta' strument wieħed kull darba (IBIA) u l-kategoriji tal-metodu tal-istrumenti finanzjarji (COFIA). L-ESMA eventwalment adottat l-IBIA fl-RTS tagħha għall-kalkolu tal-likwidità tal-bonds.

— Ir-Regolament (UE) Nru 575/2013 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill [4] jiddefinixxi l-assi likwidi għall-għanijiet tal-bafers tal-likwidità tal-istituzzjonijiet ta' kreditu bħala l-uniċi assi trasferibbli liberament li jistgħu jiġu konvertiti malajr fi flus kontanti fi swieq privati mingħajr telf sinifikanti tal-valur. Ir-Regolament jiddistingwi bejn assi ta' likwidità u kwalità ta' kreditu estremament għoljin (assi tal-Livell 1), u assi ta' likwidità u kwalità ta' kreditu għoljin (assi tal-Livell 2). L-assi tal-Livell 1 jinkludu flus kontanti, depożiti fil-bank ċentrali, bonds tal-gvern tal-Unjoni jew bonds garantiti mill-gvern u bonds garantiti li jissodisfaw ċerti kundizzjonijiet. L-assi tal-Livell 2 jinkludu bonds tal-gvern ta' pajjiżi terzi u bonds maħruġa minn entitajiet pubbliċi, u bonds kemm garantiti kif ukoll korporattivi abbażi tal-kwalità tal-kreditu tagħhom. Jinkludu wkoll titolizzazzjonijiet ta' kwalità għolja u ishma li jiffurmaw parti minn indiċi ta' suq finanzjarju kbir.

Il-metodu tas-SEC tal-Istati Uniti jista' jipprovdi bażi utli għall-iżvilupp ta' metodoloġija tal-Unjoni għall-valutazzjoni tal-likwidità u l-ħolqien ta' lista ta' assi inqas likwidi. Il-metodu tas-SEC jiddefinixxi l-istat ta' "illikwidità" ta' investimenti f'assi mhux f'termini assoluti, iżda wkoll b'kont meħud tad-daqs (e.g. l-investimenti f'assi tal-fondi ta' investiment). Ara l-Kaxxa 6 hawn taħt.

Kaxxa 6: Punteġġ ta' likwidità komposta tas-SEC

Is-SEC indirizzat il-kwistjoni tal-likwidità f'deċiżjoni reċenti [5] li introduċiet bidliet fid-divulgazzjoni tar-riskju tal-likwidità minn fondi ta' investiment flessibbli. Id-deċiżjoni tippreżenta skema ġdida ta' klassifikazzjoni tal-likwidità li tidentifika l-likwidità ta' investiment ábbażi tal-għadd ta' ġranet li fihom investiment jista' jiġi konvertit fi flus kontanti mingħajr ma jinbidel b'mod sinifikanti l-valur tas-suq ta' dak l-investiment. B'mod aktar speċifiku, is-SEC tissuġġerixxi li l-klassifikazzjoni ta' investiment bħala illikwidu tindika li l-fond ta' investiment ma jistax raġonevolment jistenna li jbigħ l-investiment fi żmien sebat ijiem kalendarji mingħajr ma joħloq impatt sinifikanti fuq il-valur tiegħu fis-suq. Barra minn hekk, is-SEC tesiġi li fond ta' investiment għandu jqis id-daqs tal-pożizzjoni tiegħu, kif ukoll il-profondità tas-suq tan-negozjar għall-investiment, meta jkun qed jiddetermina jekk investiment ikunx likwidu jew illikwidu.

Id-deċiżjoni tas-SEC tesiġi li l-maniġers tal-fondi jevalwaw u jirrevedu r-riskju tal-likwidità tagħhom mill-inqas kull sena, abbażi ta' għadd ta' fatturi: strateġija, flussi ta' flus kontanti, flus kontanti disponibbli u kunsiderazzjonijiet ETF. ir-raġunament għal dan il-proċess ta' reviżjoni hu li s-SEC hi mħassba li soluzzjoni "check-the-box" tista' twassal biex il-likwidità tiġi valutata b'mod li ma jirriflettix verament il-kapaċità tal-fond li jbiegħ il-portafoll tiegħu (jew parti minnu) biex ikopri l-fidi mingħajr ma jikkawża impatt fuq is-suq.

[1] Ir-Regolament (UE) Nru 909/2014 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tat-23 ta' Lulju 2014 dwar it-titjib tas-saldu tat-titoli fl-Unjoni Ewropea u dwar id-depożitorji ċentrali tat-titoli u li jemeda d-Direttivi 98/26/KE u r-Regolament (UE) Nru 236/2012 (ĠU L 257, 28.8.2014, p. 1).

[2] Ir-Regolament (UE) 2017/1131 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-14 ta' Ġunju 2017 dwar fondi tas-suq monetarju (ĠU L 169, 30.6.2017, p. 8).

[3] Id-Direttiva 2014/65/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-15 ta' Mejju 2014 dwar is-swieq tal-istrumenti finanzjarji u li temenda d-Direttiva 2002/92/KE u d-Direttiva 2011/61/UE (ĠU L 173, 12.6.2014, p. 349).

[4] Ir-Regolament (UE) Nru 575/2013 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tas-26 ta' Ġunju 2013 dwar ir-rekwiżiti prudenzjali għall-istituzzjonijiet ta' kreditu u d-ditti tal-investiment u li jemenda r-Regolament (UE) Nru 648/2012 (ĠU L 176, 27.6.2013, p. 1).

[5] https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf

Barra minn hekk, is-SEC tesiġi li fond ta' investiment għandu jqis "kunsiderazzjonijiet tas-suq, tan-negozjar u kunsiderazzjonijiet speċifiċi għall-investiment" meta jikklassifika l-likwidità tal-investimenti tal-portafoll tiegħu, għalkemm ma tipprovdi ebda dettalji dwar dawn l-aspetti.

Il-frekwenzi tan-negozjar, pereżempju, x'aktarx li jkunu baxxi għal ċerti titoli bi dħul fiss. Madankollu, dan mhux bilfors jindika li titolu mhuwiex likwidu, u fond ta' investiment xorta jista' jbigħuh malajr biżżejjed. Stimi aktar affidabbli jistgħu jinkisbu bil-valutazzjoni tal-firxa ta' fatturi metriċi proposti mis-SEC ([1]). Punteġġi ta' likwidità komposta ta' din ix-xorta jistgħu jinkludu fatturi li huma bbażati fuq l-assi, il-proprjetajiet tas-suq u tal-portafoll tat-titolu, kif elenkat hawn taħt.

— Il-fatturi tal-assi huma bbażati fuq l-istruttura tal-assi. Iktar ma jkun diffiċli li titolu jiġi valutat, u inqas ma jkun konformi mal-istandards, aktar hemm tendenza li jkun illikwidu. Barra minn hekk, għal prodotti bi dħul fiss, speċifikazzjonijiet bħal maturità, klassifikazzjoni u data tal-ħruġ jistgħu jkollhom impatt fuq il-likwidità.

— Il-fatturi tas-suq huma relatati mal-ħruġ u s-suq sekondarju tal-assi. Tipikament, iktar ma jkun hemm swieq fejn titolu jista' jiġi negozjat, hemm it-tendenza li jkun inqas illikwidu. Il-fatturi tal-kwalità tas-suq jinkludu wkoll l-għadd, id-diversità u l-kwalità tal-parteċipanti f'dawn is-swieq. Jistgħu wkoll ikunu relatati mal-ispejjeż tan-negozjar f'dawn is-swieq, u jiddependu fuq l-ispejjeż tal-likwidazzjoni li jistgħu jkunu assoċjati mal-operazzjoni f'pajjiż u f'munita differenti.

— Il-fatturi tan-negozjar huma kejl relatat mal-prezz u l-volum tan-negozjar ta' ċertu titolu. Firxiet bejn il-prezz offrut u dak mitlub, kif ukoll il-volum tan-negozjar u l-frekwenza tan-negozjar, jistgħu jintużaw biex titkejjel l-illikwidità potenzjali. Dejta storika dwar il-volum tista', pereżempju, tipprovdi stima tal-volum massimu li jista' jintuża biex jiġi valutat l-impatt tas-suq ta' biċċa negozjar.

— Il-fatturi tal-portafoll huma kejl speċifiku għall-portafoll. Il-fondi ta' investiment għandhom jikkunsidraw id-daqs tal-pożizzjoni tagħhom fir-rigward tal-volum tan-negozjar ta' kuljum u l-ammonti pendenti. Madankollu, għandhom iqisu wkoll ir-relazzjonijiet tal-assi fir-rigward tal-assi l-oħra tal-portafoll (e.g. derivattivi). Fl-aħħarnett, l-illikwidità tista' tkun relatata wkoll mal-ġbir flimkien tal-pożizzjonijiet tal-portafoll — dan jista' jkun sors ta' illikwidità jekk l-assi kollha miżmuma mill-fond ta' investiment ikunu simili ħafna u jiġu negozjati fl-istess suq.

Billi l-metodu tal-SEC jista' jipprovdi bażi utli għall-artikolazzjoni Ewropea futura tal-illikwidità, jista' jkun mixtieq li l-metodu tal-Unjoni jiġi allinjat mill-qrib ma' dan. Minn perspettiva ta' politika, l-allinjament jista' joffri benefiċċju addizzjonali billi, jekk l-oqfsa tal-Unjoni u tal-Istati Uniti jkunu ġeneralment simili, dan jista' jikkostitwixxi standard globali effikaċi biex jintuża meta tiġi valutata l-illikwidità f'fondi ta' investiment.

II.2.2 **Effetti mhux intenzjonati**

Fuq in-naħa tal-assi, il-maniġers li jimplimentaw limiti interni ma jeliminawx kompletament il-vantaġġ ta' min jieħu l-ewwel pass. Dawk li joħorġu kmieni xorta waħda jista' jkun li jkunu jridu jaħtfu assi likwidi biex jevitaw li jinqabdu f'fond ta' investiment illikwidu. Madankollu, safejn id-disponibbiltà ta' assi likwidi tista' żżid il-fiduċja fil-kapaċità tal-fond ta' investiment biex jifdi, ir-riskju ta' ġirja sfrenata għall-fidi mill-investituri għandu jitnaqqas b'mod ġenerali.

L-implimentazzjoni ta' limitu intern tista' tfixkel bla bżonn il-kapaċità tal-maniġer tal-fond li juża l-assi likwidi disponibbli biex ilaħħaq mal-fidi. Dan ikun il-każ meta, pereżempju, l-maniġer ma jistax juża assi likwidi mingħajr ma jikser il-limitu intern. Madankollu, hu possibbli li tiġi kwalifikata l-materjalità ta' din il-kwistjoni. Fil-kuntest tad-Direttiva 2011/61/UE, il-qbiż ta' limitu minnu nnifsu ma jesiġix azzjoni mill-AIFM billi dan jiddependi mill-fatti u ċ-ċirkostanzi, kif ukoll it-tolleranzi stabbiliti mill-AIFM. Dawn jipprovdu triggers għal monitoraġġ kontinwu jew azzjoni korrettiva, skont iċ-ċirkostanzi.

([1]) Id-dokument tas-SEC jelenka disa' fatturi għall-klassifikazzjoni tal-pożizzjonijiet tal-portafoll f'assi partikolari.

Fl-agħar sitwazzjoni, iż-żieda ta' assi mal-lista tista' tkun proċiklika, u twassal għall-bejgħ tal-assi u tikkawża kollass tal-prezzijiet. Jista' jkun li l-maniġer ikollu jbiegħ l-assi biex jikkonforma ma' limiti interni ġodda, jew jista' jantiċipa reazzjoni negattiva tal-investituri, li mbagħad twassal għall-kwistjoni nnifisha li l-lista suppost kellha ttaffi. Bl-istess mod, l-istigmatizzazzjoni ta' assi minħabba n-nuqqas ta' likwidità tagħhom tista' tiskoraġġixxi għalkollox xi fondi ta' investiment milli jinvestu fihom, ħaġa li jista' jkollha riperkussjonijiet fuq il-funzjonament tas-swieq finanzjarji. Għal dawk ir-raġunijiet, il-lista għandha tinkludi biss assi li huma "essenzjalment" inqas likwidi, karatteristika li kellha tkun diġà ġiet identifikata mill-parteċipanti tas-suq. Barra minn hekk, l-investituri li jinvestu f'assi "essenzjalment" inqas likwidi diġà jistennew li l-maniġers ikollhom politika ta' investiment konsistenti mal-politika tal-fidi tagħhom, kif previst mid-Direttiva 2011/61/UE. Fl-aħħarnett, meta assi jiżdiedu mal-lista se jkunu meħtieġa arranġamenti tranżizzjonali, biex il-maniġer ikollu ħin biżżejjed biex jikkonforma u jevita bejgħ ta' bilfors.

Fuq in-naħa tal-obbligazzjonijiet, it-tnaqqis tal-frekwenza tal-fidi x'aktarx li jżid il-volum tan-negozjar, li jista' jkollu impatt fuq il-prezzijiet f'kundizzjonijiet ta' suq taħt stress. Minflok ma jġarrab flussi ta' ħruġ regolari, il-fond jista' jakkumula ordnijiet multipli li jkollhom jitwettqu fl-istess ħin. Opzjoni waħda tista' tkun li jiġu implimentati perijodi ta' notifika ([1]) biex jirriflettu ż-żmien li jkun maħsub ikun meħtieġ biex jinbiegħu assi ta' bażi. Opzjoni oħra tista' tkun l-użu ta' sistema ta' kju, biex it-talbiet għall-fidi ma jkollhomx jitwettqu fil-punt ta' valutazzjoni li jmiss wara li jkunu ġew aċċettati mill-maniġer tal-fond. Il-maniġer imbagħad ikun jista' jikkalkula saħansitra aktar kmieni l-likwidità meħtieġa biex ilaħħaq mat-talbiet għall-fidi, u jkun jista' jibda jbigħ investimenti kif meħtieġ. Dan jista' jnaqqas ir-riskju li t-tranżazzjonijiet jiġu eżegwiti bi prezzijiet ta' fire sale.

Fl-aħħarnett, għandu jiġi rikonoxxut ir-riskju ta' arbitraġġ regolatorju. Hemm riskju: (1) għal AIFs mhux regolati li huma esklużi mill-ambitu tar-Rakkomandazzjoni u (2) jekk maniġer jirreġistra fond ta' investiment taħt UCITS bl-għan li jagħmel investiment kbir f'assi elenkati bħala essenzjalment inqas likwidi, sakemm dawn l-assi jitqiesu bħala eliġibbli għall-UCITS. Madankollu, f'dan l-aħħar xenarju l-fond ta' investiment imbagħad ikun soġġett għar-regoli tad-Direttiva 2009/65/KE, li f'ċerti aspetti huma aktar stretti minn dawk tad-Direttiva 2011/61/UE. Dan inaqqas l-inċentiv għar-reġistrazzjoni taħt UCITS biex jiġu evitati restrizzjonijiet li japplikaw għall-AIFs.

II.3 Rakkomandazzjoni Ċ — Ittestjar tal-istress

II.3.1 Raġunament ekonomiku u effetti intenzjonati

It-testijiet tal-istress mikroprudenzjali huma maħsuba biex itejbu l-ġestjoni tar-riskju u tal-portafoll fil-livell ta' fond ta' investiment individwali u fil-livell tal-maniġer tal-fond. Dawn it-testijiet jirriproduċu kundizzjonijiet ekonomiċi u finanzjarji estremi jew sfavorevoli, li madankollu jkunu plawsibbli, biex jiġu studjati l-konsegwenzi tagħhom kemm għall-prestazzjoni ta' fond ta' investiment kif ukoll għall-kapaċità tiegħu li jossodisfa talbiet għal fidi, anke b'NAV imnaqqas. Jipprovdu analiżijiet ta' xenarji li joffru għarfien aħjar tar-riskji li jirriżultaw minn bidliet potenzjali fil-kundizzjonijiet tas-suq li jista' jkollhom impatt negattiv fuq il-portafolli amministrati. F'kundizzjonijiet normali tas-suq, it-testijiet tal-istress jidentifikaw id-dgħufijiet potenzjali tal-prodotti/strateġiji tal-investiment u jgħinu lill-kumpaniji li jamminstraw il-fondi biex jaġġustaw il-ġestjoni tar-riskju tal-portafoll tagħhom u jħejju ruħhom operazzjonalment għal kriżi. Waqt perijodi ta' kriżi, it-testijiet tal-istress jsostnu l-aġġustament għall-fatturi speċifiċi tal-kriżi, il-ġestjoni tal-kriżi u d-divulgazzjoni lill-awtorità tar-riżoluzzjoni. Bħala tali, it-testijiet tal-istress huma strumenti tal-ġestjoni tar-riskju u tat-teħid tad-deċiżjonijiet.

Il-fondi ta' investiment għandhom karatteristiċi differenti, li kollha jinfluwenzaw ir-riskju tal-likwidità ta' fond ta' investiment partikolari u, għalhekk, jinfluwenzaw it-tfassil ta' test tal-istress li jagħmel sens fil-livell ta' fond ta' investiment. In-naħa tal-attiv hi karatterizzata minn, pereżempju, is-swieq u l-istrumenti ewlenin, l-istrateġija tal-investiment u t-tul ta' żmien, il-fokus ġeografiku, il-konċentrazzjonijiet tal-portafoll, il-fatturat tal-portafoll u daqsijiet tipiċi tan-negozjar. In-naħa tal-passiv hi karatterizzata mill-bażi ta' investituri tal-fond ta' investiment, li jistgħu jkunu jew investituri individwali jew investituri istituzzjonali jew kombinazzjoni tat-tnejn, li kollha jkollhom struttura ta' portafoll u bżonnijiet ta' likwidità individwali, possibilment rekwiżiti regolatorji tagħhom stess (banek, kumpaniji tal-assigurazzjoni u fondi tal-pensjoni) u, għalhekk, ikollhom l-imġiba speċifika tagħhom bħala investituri. Il-konċentrazzjoni ta' tip ta' investitur f'fond ta' investiment hi partikolarment rilevanti minħabba li konċentrazzjoni għolja tista' twassal għal talbiet kbar ta' fidi simultanji.

([1]) Ta' min jinnota li l-użu ta' perijodu ta' notifika joħloq sfidi prattiċi minħabba d-dewmien bejn ordni u l-eżekuzzjoni tagħha. B'mod partikolari, il-fondi li jsegwu l-livelli referenzjali jistgħu jiġu inċentivati biex jinnegozjaw kemm jista' jkun lejn it-tmiem tal-perijodu tan-notifika biex jimmassimizzaw il-prestazzjoni tagħhom, anke jekk dan ikollu impatt negattiv fuq is-suq.

Minħabba l-eteroġeneità tal-fondi ta' investiment m'hemm ebda speċifikazzjonijiet obbligatorji għal xenarji tat-test tal-istress. Għalhekk, bħalissa, il-parametri, l-ambitu, il-frekwenza u s-sofistikazzjoni tat-testijiet tal-istress ivarjaw fl-industrija kollha. Madankollu, hemm xi metodi li jagħmlu sens u li huma stabbiliti sew, li jkopru ż-żewġ naħat tal-karta tal-bilanċ. Testijiet tal-istress għan-naħa tal-passiv ta' fond ta' investiment huma simulazzjonijiet ta' fidi. Dawn is-simulazzjonijiet huma tipikament kalibrati abbażi ta' analiżi tal-istabbiltà tal-obbligazzjonijiet, li tiddependi fuq it-tip ta' investitur u l-konċentrazzjoni tal-obbligazzjonijiet. Is-simulazzjonijiet jistgħu jinkludu xenarji storiċi jew ipotetiċi ta' fidi, fidi mill-akbar investituri, fidi daqs l-akbar fidi li qatt deher, u analiżi tax-xejriet tas-suq u tal-gruppi ta' pari. It-testijiet tal-istress għandhom ikopru wkoll in-naħa tal-attiv ta' fond ta' investiment, jiġifieri s-simulazzjoni tal-likwidità tal-assi tal-fond ta' investiment f'kundizzjonijiet differenti tas-suq. Din is-simulazzjoni tqis il-kapaċità tal-fond ta' investiment li jbigħ assi mingħajr impatt kbir fuq il-prezz. Ix-xenarji jistgħu jinkludu tnaqqis fil-volumi negozjati f'ċerti strumenti jew f'segmenti tas-suq (telf imġarrab wara żieda fil-firxa bejn il-prezz offrut u dak mitlub), stimi tal-likwidazzjoni massima possibbli f'jum wieħed, jew stimi tal-ħin tal-likwidazzjoni abbażi ta' analiżi skont il-komponenti tal-assi tal-fond ta' investiment (permezz ta', pereżempju, gruppi ta' likwidità), u għandhom iqisu wkoll l-interazzjoni tar-riskju tas-suq u tal-likwidità għall-assi rilevanti.

Hu mistenni li gwida dwar il-prattika individwali tat-testjar tal-istress tnaqqas ir-riskju tal-likwidità kemm fil-livell tal-fond ta' investiment kif ukoll fil-livell tas-sistema, u ssaħħaħ il-kapaċità tal-entitajiet biex jamministraw il-likwidità fl-aħjar interessi tal-investituri, inkluż it-tnaqqis ta' perijodi ta' fidi mhux mistenni. It-testijiet tal-istress huma strumenti li jsostnu l-analiżi tal-qawwiet tal-istrateġiji diġà fis-seħħ. It-testjar għandu jidentifika d-dgħufijiet ta' strateġija ta' investiment u għandu jħejji fond għal kriżi. Jekk jintużaw sew, bħala strumenti għall-ġestjoni tar-riskju u għat-teħid tad-deċiżjonijiet, it-testijiet tal-istress għandhom inaqqsu r-riskju tal-likwidità fil-livell tal-fond ta' investiment u b'hekk jikkontribwixxu biex jitnaqqas ir-riskju tal-likwidità fil-livell tas-sistema.

Il-gwida għandha tindirizza n-nuqqasijiet tal-proċeduri tat-testjar tal-istress, kif intwera mill-istħarriġ tal-BERS dwar il-prattika tat-testjar tal-istress. Skont il-gwida mogħtija mill-ESMA, l-entitajiet għandu jkollhom għarfien tal-livell minimu tar-rekwiżiti tat-testjar tal-istress u għandhom jindirizzaw nuqqasijiet li jinvolvu l-applikazzjoni ta' haircuts żgħar wisq, il-frekwenza tat-testjar tal-istress u d-disinn ta' xenarji, u użu inġenwu ta' dejta storika. Il-gwida tindika li l-frekwenza u d-disinn tat-test tal-istress għandhom jiġu determinati skont il-karatteristiċi speċifiċi tal-fond ta' investiment kif ukoll skont il-karatteristiċi speċifiċi tal-kumpanija. Barra minn hekk, il-gwida għandha wkoll l-effett intenzjonat li tobbliga lill-kumpaniji li, meta jfasslu xenarji ta' stress, għandhom jużaw livell ta' severità li mill-inqas x'aktarx jiltaqgħu miegħu fis-suq. Fl-aħħarnett, minħabba l-eteroġeneità tas-settur tal-fondi ta' investiment, il-kumplessità tat-testijiet tal-istress għandha tiġi allinjata mal-profil tar-riskju speċifiku u tal-fidi tal-fond ta' investiment, mingħajr ma titfittex wisq konformità f'xenarji tat-testijiet tal-istress. Il-gwida għandha tikkontribwixxi għal testjar tal-istress aktar preċiż u xieraq fil-livell tal-fond ta' investiment, li jħalli inqas dubju dwar il-livell tar-riskju fil-livell tas-sistema.

Ir-Rakkomandazzjoni C hi konformi mal-obbligu tal-ESMA li tipprovdi gwida dwar it-testjar tal-istress tal-MMF fir-Regolament (UE) 2017/1131. Skont ir-Regolament, l-ESMA hi obbligata tipprovdi linji gwida fir-rigward ta' parametri referenzjali komuni ta' xenarji tat-testijiet tal-istress.

Il-maniġers tal-fondi għandhom iwettqu testijiet tal-istress regolarment fuq il-fondi ta' investiment li jamministraw. It-testjar tal-istress hu rekwiżit għall-UCITS u l-AIFs, ħlief fejn l-AIF ikun AIF limitat mingħajr leverage jew fejn ikun meqjus li mhux xieraq għall-UCITS (l-Artikolu 40(3) tad-Direttiva 2010/43/UE; l-Artikolu 16(1) tad-Direttiva 2011/61/UE; u l-Artikolu 48 tar-Regolament Delegat (UE) Nru 231/2013). Għaż-żewġ tipi ta' fondi ta' investiment, it-testijiet tal-istress jippermettu lill-maniġers tal-fondi li jivvalutaw ir-riskju tal-likwidità f'kundizzjonijiet ta' likwidità kemm normali kif ukoll eċċezzjonali. Fil-qafas tar-rappurtar skont id-Direttiva 2011/61/UE, ir-riżultati tat-testijiet tal-istress għandhom jiġu rrappurtati lill-NCA u din l-informazzjoni għandha tkun disponibbli għall-ESMA u l-BERS. Ir-Regolament (UE) 2017/1131 jintroduċi obbligi dettaljati għat-testjar tal-istress għall-MMFs, li jistgħu jkunu wkoll ta' benefiċċju għal tipi oħra ta' fondi ta' investiment.

Għall-UCITS, l-obbligi għat-testjar tal-istress huma inqas dettaljati milli huma għall-AIFs. Dan jirrifletti l-karatteristiċi differenti tan-naħat tal-attiv u l-passiv tal-UCITS (i.e. id-definizzjonijiet tal-assi eliġibbli, li għandhom ikunu likwidi, u bażi ta' investituri li jkunu prinċipalment individwi) u r-rekwiżiti regolatorji differenti.

Ir-regoli tat-testjar tal-istress għall-AIFs, madankollu, huma aktar dettaljati, skont ir-Regolament Delegat (UE) Nru 231/2013.

(a) It-testijiet tal-istress għandhom jirriproduċu nuqqas ta' likwidità u talbiet atipiċi ta' fidi. It-test tal-istress għandu, bħala minimu, iqis it-talbiet reċenti u mistennija għal fidi fil-futur u għandu janalizza ż-żmien meħtieġ biex jiġu sodisfatti dawn it-talbiet għall-fidi. It-test tal-istress għandu jinkludi wkoll test tal-fatturi tas-suq, e.g. ir-rata tal-kambju li tista' taffettwa l-profil tal-kreditu tal-AIFM jew l-AIF. Barra minn hekk, il-metodu tat-testjar tal-istress għandu jinkludi sensitivitajiet tal-valutazzjoni f'kundizzjonijiet ta' stess.

(b) Il-profil tar-riskju tal-AIF, li hu funzjoni tal-istrateġija tal-investiment, il-profil tal-likwidità, it-tip ta' investitur, u l-politika tal-fidi, jiddetermina l-frekwenza tat-testijiet tal-istress abbażi ta' frekwenza minima annwali. L-AIFM għandu jaġixxi fl-interessi tal-investituri kollha tal-AIF fir-rigward tad-disinn tal-AIF u l-adegwatezza tal-politika u l-proċeduri tal-ġestjoni tal-likwidità meta t-testijiet tal-istress jissuġġerixxu riskju tal-likwidità ferm ogħla milli mistenni.

Stħarriġ tal-BERS tal-prattika tat-testjar tal-istress tal-maniġers tal-fondi wera li l-biċċa l-kbira tal-maniġers tal-fondi tal-Unjoni jagħmlu testijiet tal-istress regolari. Madwar 93 % tal-maniġers tal-fondi koperti mill-istħarriġ tal-BERS ([1]) jittestjaw għall-istress regolarment il-fondi ta' investiment kollha taħt amministrazzjoni u jwettqu testijiet tal-istress addizzjonali (jew għandhom il-ħila jagħmlu dan) kull meta jkun hemm bidliet materjali. Minħabba t-tipi differenti ta' maniġers tal-fondi u fondi koperti, l-analiżi żvelat ukoll differenzi konsiderevoli fil-frekwenza tat-testijiet tal-istress, it-tip ta' xenarji taħt stress użati mill-maniġers tal-fondi u l-livell ta' kumplessità tat-testijiet tal-istress (ara l-bullets hawn taħt):

— **Għalkemm prinċipalment il-karatteristiċi speċifiċi għal fondi ta' investiment huma mistennija li jiddeterminaw il-frekwenza tal-eżerċizzju tat-testjar tal-istress, ftit huma l-maniġers tal-fondi li jużaw frekwenzi speċifiċi għal fondi ta' investiment.** Minflok joperaw billi jużaw frekwenza speċifika għal kumpanija, applikata għall-fondi kollha ta' investiment amministrati. Dan hu l-każ anke għal kumpaniji kbar ta' investiment li jammanistraw ħafna tipi differenti ta' fondi ta' investiment. Proporzjon kbir tal-maniġers tal-fondi li jużaw frekwenzi tat-testjar tal-istress speċifiku għal fondi ta' investiment jiddistingwu bejn UCITS u AIFs minflok ma jużaw frekwenzi differenti għal fondi ta' investiment bi strutturi differenti tal-portafoll.

— **Proporzjon kbir ta' maniġers tal-fondi jużaw xenarji ta' likwidità multipli li tipikament jirrappreżentaw kundizzjonijiet varji tas-suq.** Karatteristika bażika ta' kwalunkwe test tal-istress hi xenarju bażi li jirrappreżenta kundizzjonijiet ta' suq taħt stress sinifikanti. Madankollu, is-severità tax-xenarji ta' stress użati tvarja ħafna fost il-maniġers tal-fondi. Għal xi wħud minn dawn ix-xenarji hu ferm dubjuż jekk fil-fatt jirrappreżentawx kundizzjonijiet ta' suq taħt stress. Fuq in-naħa tal-attiv, xi wħud mill-haircuts applikati huma pjuttost żgħar, u dan jagħmilhom anqas xierqa biex jirrappreżentaw bidliet konsiderevoli fil-likwidità tas-suq. Fuq in-naħa tal-passiv, il-fondi ta' investiment li ma jkunux għaddew minn sitwazzjonijiet ta' pressjoni ta' fidi fil-passat m'għandhomx jibbażaw ix-xenarji tal-fidi tagħhom fuq dejta storika biss.

— **Skont id-differenzi konsiderevoli bejn tipi differenti ta' maniġers tal-fondi u ta' fondi ta' investiment, il-kumplessità tax-xenarji tat-testijiet tal-istress użati tvarja ħafna fost il-maniġers tal-fondi.** Uħud mill-maniġers tal-fondi jużaw xenarji ipotetiċi sempliċi li ma huma sostnuti minn ebda dejta, waqt li oħrajn jużaw metodi sofistikati ta' statistika biex ifasslu xenarji speċifiċi għall-fond ta' investiment. Ix-xenarji raġonevoli ta' likwidità huma, min-natura tagħhom, diffiċli biex jiġu definiti. B'kuntrast mar-riskju tas-suq, fejn hemm abbundanza ta' informazzjoni disponibbli, it-tfassil ta' mudelli għat-testjar tal-istress fuq il-likwidità hu ferm aktar kumplikat. Fuq in-naħa tal-attiv, l-immudellar tal-profil tal-likwidità taħt stress jista' jkun ta' sfida kbira, speċjalment għal assi li d-dejta tat-tranżazzjoni tagħhom ma tkunx faċilment disponibbli (e.g. strumenti bi dħul fiss). Fuq in-naħa tal-passiv, l-antiċipazzjoni tal-imġiba tal-investituri f'kundizzjonijiet ta' suq taħt stress mhijiex ħaġa faċli u tiddependi minn varjetà ta' fatturi, e.g. mill-proporzjon bejn investituri istituzzjonali u dawk individwali jew il-proporzjon ta' klijenti "leali". Il-problema hi aktar evidenti għall-UCITS minħabba li l-maniġers tal-fondi normalment ikollhom ftit informazzjoni dwar il-profili tal-investituri tal-UCITS. Jidher li l-aspetti regolatorji għandhom biss rwol żgħir fil-mudellar tax-xenarji. Ix-xenarji tal-istress huma, għalhekk, iddisinjati skont l-espożizzjonijiet tal-klassi tal-assi u l-iskeda tal-fidi applikabbli għall-fond ta' investiment.

([1]) L-għan ewlieni tal-istħarriġ tal-BERS kien li jagħti idea ġenerali tal-prattika tat-testjar tal-istress tal-maniġers tal-assi Ewropej, primarjament biex jiġi analizzat sa fejn it-testjar tal-istress ta' fondi individwali kopra l-istress tal-likwidità (jiġifieri l-kapaċità ta' fond ta' investiment li jissodisfa talbiet kbar għall-fidi). L-istħarriġ tal-BERS kopra 274 maniġer tal-fondi tal-Unjoni u inkluda mistoqsijiet dwar il-ġestjoni tar-riskju tal-likwidità attwali tal-maniġers tal-assi u l-prattika tat-testjar tal-istress.

It-test tal-istress għandu jitwettaq f'kundizzjonijiet differenti, bħal talbiet ta' fidi atipiċi u mġiba mhux normali fil-prezzijiet tal-assi, u jista' wkoll iqis avvenimenti bħall-inadempjenza tal-kontroparti u fatturi oħra ta' riskju (e.g. riskji politiċi). Gwida mill-ESMA għandha tingħata fir-rigward tat-tip ta' xenarji li fond ta' investiment għandu jikkunsidra meta jfassal test tal-istress. Ix-xenarji għandhom jinkludu xenarji bbażati fuq ċaqliq tal-prezzijiet fil-passat u xenarji ipotetiċi. Ix-xenarji storiċi jimmudellaw il-parametri tat-test tal-istress fuq xi kriżi preċedenti u jikkalkulaw l-impatt li dan setgħa jkollu fuq il-fond ta' investiment. Minħabba li kriżijiet futuri x'aktarx ikunu differenti minn kriżijiet preċedenti, u minħabba li hu diffiċli li l-kriżijiet tal-imgħoddi jiġu riprodotti b'mod eżatt, it-testjar tal-istress m'għandux jiddependi biss fuq xenarji storiċi. Ix-xenarji ipotetiċi jistgħu jkunu bbażati fuq skossi ekonomiċi jew karatteristiċi tal-imġiba tal-investituri jew tal-maniġer tal-fond. Id-disinn ta' dawn ix-xenarji ipotetiċi għandu jaqbel mas-sensittivitajiet speċifiċi tat-tip ta' fond u l-istrateġija tal-fond.

It-testjar tal-istress riversjat jista' jikkompleta l-eżerċizzju totali tat-testjar tal-istress. L-inklużjoni tat-testjar tal-istress riversjat tista' tipprovdi għarfien pożittiv dwar l-imġiba tal-fond ta' investiment sal-punt tal-falliment tiegħu. Dan jillimita d-dipendenza fuq xenarji storiċi u l-possibbiltà li jiġu ddisinjati xenarji ipotetiċi. It-testjar tal-istress riversjat jista' jippermetti lill-maniġer tal-fond jesplora u jifhem bis-sħiħ kwalunkwe vulnerabbiltà u jsolvi dawk ir-riskji.

Idealment it-testjar tal-istress għandu jintuża fl-istadji kollha tal-ħajja tal-fond, mill-ħolqien sal-likwidazzjoni tiegħu kif ukoll id-deċiżjonijiet kollha ta' investiment li jkunu ttieħdu f'dan il-perijodu. Meta jitwaqqaf fond ta' investiment, it-testjar tal-istress għandu jintuża biex jistabbilixxi u jiddefinixxi l-parametri (e.g. il-profil tar-riskju u t-tolleranza tar-riskju) tal-fond ta' investiment, b'mod partikolari r-relazzjoni bejn il-likwidità tal-assi ta' bażi u l-frekwenza ta' fidi possibbli, inkluż f'kundizzjonijiet ta' suq taħt stress. It-testjar tal-istress jista' jintuża wkoll meta jiġi kkunsidrat xi aġġustament fl-istrateġija, it-termini u l-kundizzjonijiet tal-fond ta' investiment, u deċiżjonijiet dwar l-investiment. Meta jitfassal pjan ta' kontinġenza għall-fond ta' investiment f'kundizzjonijiet ta' stress, it-testjar tal-istress jista' jintuża biex jiġi analizzat l-użu ta' strumenti differenti għall-ġestjoni tar-riskju tal-likwidità.

Iż-żmien u l-frekwenza tat-testjar tal-istress għandhom jirriflettu l-karatteristiċi tal-fond ta' investiment bħaddaqs, l-istrateġija tal-investiment, l-assi ta' bażi, il-profil tal-investituri u l-frekwenza ta' fidi possibbli. Għal portafoll b'volum għoli ta' fatturat jew b'bażi ta' investituri li tinbidel malajr, il-profil u r-riskju tal-likwidità x'aktarx li jkunu aktar instabbli. F'dawn iċ-ċirkostanzi t-testjar tal-istress għandu jintuża iżjed spiss milli fil-każ ta' fond ta' investiment b'bażi ta' investituri iżjed stabbli u perijodi twal ta' fidi.

Il-frekwenza tat-testjar tal-istress tista' tiddependi mit-tip ta' xenarju li jintuża. Meta jintużaw xenarji storiċi, il-metodi tal-istatistika użati biex jitfasslu x-xenarji jistgħu faċilment jiġu aġġornati bl-użu ta' dejta ġdida u l-parametri tat-testjar tal-istress. Billi dan il-proċess sikwit ikun mekkaniku jista' jintuża aktar spiss. Xenarji ipotetiċi jitolbu valutazzjoni tal-fatturi rilevanti li jkunu speċifiċi għall-fond ta' investiment u li jaffettwaw il-fond ta' investiment; għalhekk, billi tkun meħtieġa analiżi aktar estensiva, dan it-tip ta' testjar tal-istress ikun jista' jsir inqas spiss.

Din ir-rakkomandazzjoni mhijiex maħsuba biex tkopri t-testjar tal-istress makroprudenzjali. It-testjar tal-istress makroprudenzjali hu qasam li jeħtieġ żvilupp ulterjuri. Il-limitazzjonijiet tad-dejta u tal-mudellar attwalment ma jippermettux li dawn il-mudelli jintużaw bħala strumenti superviżorji effiċjenti. Il-BERS bħalissa qed janalizza r-rwol tat-testjar tal-istress makroprudenzjali fil-valutazzjoni tar-riskji għall-istabbiltà finanzjarja minn fondi ta' investiment.

II.3.2 **Effetti mhux intenzjonati**

Linji gwida konkreti relatati mat-testjar tal-istress jistgħu jwasslu biex il-maniġers tal-fondi japplikaw imġiba aktar simili/armonizzata u, eventwalment, fir-rigward tal-pożizzjonar uniformi tal-assi tal-fondi ta' investiment (pożizzjonar unilaterali). Dan jista' jżid ir-riskju ta' imġiba futura fejn kulħadd ikun irid jagħmel l-istess ħaġa u jżid ir-riskju finanzjarju sistemiku. Barra minn hekk u speċjalment għal maniġers ta' fondi iżgħar, aktar gwida tista' tirriżulta f'testijiet tal-istress żejda u għalhekk spejjeż ogħla.

II.4 Rakkomandazzjoni D — Rappurtar tal-UCITS

II.4.1 Raġunament ekonomiku u effetti intenzjonati

Rakkomandazzjoni D(1) — Obbligi ta' rapputar għall-UCITS u l-kumpaniji li jamministraw il-UCITS

In-nuqqas ta' qafas ta' rappurtar armonizzat fl-Istati Membri kollha bħalissa hu ostaklu għall-valutazzjoni komprensiva u l-monitoraġġ tal-kontribut potenzjali tal-UCITS għar-riskji għall-istabbiltà finanzjarja. Għalkemm bosta ġurisdizzjonijiet fl-Unjoni jistipulaw obbligi ta' rappurtar għall-UCITS, ir-riżultati tal-istħarriġ juru li l-prattika tar-rappurtar tvarja bil-kbir f'termini tal-frekwenza tar-rappurtar, l-ambitu ta' UCITS li jirrappurtaw, u d-dejta rappurtata ([1]). B'riżultat ta' dan, mhux possibbli li d-dejta nazzjonali tiġi aggregata u jiġu sorveljati l-iżviluppi, pereżempju, fir-rigward tar-riskji tal-likwidità u l-leverage għall-UCITS fil-livell tal-Unjoni.

L-istatistika tal-BĊE dwar il-fondi ta' investiment mhijiex biżżejjed biex tiżgura l-valutazzjoni komprensiva u l-monitoraġġ tar-riskji tal-likwidità u tal-leverage għall-UCITS. Għalkemm l-istatistika tal-BĊE tippermetti li r-regolaturi jissorveljaw l-iżviluppi fis-settur tal-fondi ta' investiment taż-żona tal-euro bl-użu ta' informazzjoni dwar kategoriji wiesgħa tal-attiv u l-passiv tal-karta tal-bilanċ, inkluż tqassim skont il-maturità, il-partiti tal-informazzjoni koperti mhumiex biżżejjed biex jipproduċu valutazzjoni adegwata tar-riskju. B'mod partikolari, dejta granulari dwar negozjar ta' strumenti u skoperturi individwali mhumiex inklużi, madankollu din id-dejta hi meħtieġa biex jiġu valuti b'mod adegwat l-iżviluppi fil-likwidità tal-portafoll tal-UCITS. Barra minn hekk, ix-xejriet fl-użu tal-leverage ma jistgħux jiġu sorveljati b'mod adegwat billi d-dejta disponibbli tippermetti biss li jiġi kkalkulat l-użu tal-leverage finanzjarju (i.e. permezz ta' teħid ta' self). Kejl aktar komprensiv tal-leverage, inkluż l-użu tal-leverage permezz ta' derivattivi (jiġifieri leverage sintetiku), mhuwiex disponibbli. Barra minn hekk, bħalissa l-istatistika tal-BĊE ma tagħmilx distinzjoni bejn UCITS u AIFs, li hi importanti għall-monitoraġġ adegwat tar-riskji minħabba li dawn il-fondi joperaw taħt reġimi regolatorji differenti ħafna.

It-twaqqif ta' qafas armonizzat għar-rappurtar tal-UCITS fil-livell tal-Unjoni jista' jkun effiċjenti minn perspettiva ta' monitoraġġ, u jista' wkoll inaqqas l-ineffiċjenzi u l-ispejjeż eżistenti tar-rappurtar kemm għall-awtoritajiet kompetenti kif ukoll għall-industrija. Minn meta daħlet fis-seħħ id-Direttiva 2011/61/UE, kemm l-NCAs kif ukoll l-AIFMs tejbu l-kapaċità teknika tagħhom u kisbu esperjenza tal-qafas komprensiv tar-rappurtar fil-livell tal-Unjoni skont id-Direttiva 2011/61/UE. Safejn jista' jiġi stabbilit qafas ġdid ta' rappurtar tal-UCITS fuq is-sistemi tekniċi eżistenti tar-rappurtar, kemm l-awtoritajiet kompetenti kif ukoll il-maniġers tal-fondi li jamministraw l-AIFs u l-UCITS, jew il-maniġers tal-fondi li jamministraw il-UCITS b'rekwiżit ta' rappurtar differenti f'ġurisdizzjonijiet differenti, jistgħu jgawdu l-benefiċċji ta' sinerġiji akbar ta' rappurtar.

Meta twaqqaf il-qafas tar-rappurtar għall-UCITS, il-Kummissjoni għanda tiftakar li l-UCITS joperaw taħt reġim regolatorju aktar strett minn dak għall-AIFs. Qafas ta' rappurtar anqas estensiv jista' jkun biżżejjed għall-monitoraġġ xieraq tar-riskji għall-istabbiltà finanzjarja relatati mal-UCITS.

Il-Kummissjoni għandha wkoll tiftakar inizjattivi oħra li għaddejjin bħalissa li jista' jkollhom impatt fuq tali rappurtar armonizzat. Il-Kummissjoni għandha tqis il-kontributi tal-ESMA u l-NCAs fir-rigward ta' dan ir-rappurtar, kif ukoll miżuri ta' leverage possibbli ġodda, alternattivi/emendati, li bħalissa qed jiġu żviluppati mill-IOSCO. Barra dan, ir-rekwiżiti tar-rappurtar stabbiliti fir-Regolament (UE) 2017/1131 dwar il-fondi tas-suq monetarju għandhom jiġu kkunsidrati wkoll.

Rekwiżiti ta' rappurtar dettaljat dwar il-karatteristiċi tal-likwidità jistgħu jiffaċilitaw il-monitoraġġ tar-riskju sistemiku potenzjali li jirriżulta minn trasformazzjonijiet u diskrepanzi tal-likwidità tal-UCITS. L-UCITS huma soġġetti għal regoli dettaljati dwar l-eliġibbiltà tal-assi u, għalhekk, tipikament jinvestu f'assi aktar likwidi, għalkemm ċerti UCITS jistgħu jinvestu wkoll fi klassijiet ta' assi inqas likwidi, e.g. ċerti tipi ta' fondi tal-bonds (swieq emerġenti jew bonds b'redditu għoli). Ladarba l-UCITS huma soġġetti wkoll għal rekwiżiti minimali dwar il-frekwenzi tal-fidi, huma jistgħu wkoll jippreżentaw riskju ogħla ta' likwidità. Għal dawn il-UCITS, għadu jippersisti nuqqas potenzjali ta' dejta skont il-qafas leġiżlattiv attwali billi mhumiex obbligati jirrappurtaw lill-NCAs bl-istess mod kif jagħmlu l-AIFs. L-ambitu tal-qafas tar-rappurtar attwali, għalhekk, mhuwiex inklussiv (Direttiva 2011/61/UE versu d-Direttiva 2009/65/KE) u ma jinkludix indikaturi armonizzati tar-riskju tal-likwidità li jagħmlu sens u li huma faċli biex jitfasslu u jiġu interpretati. Dan hu importanti speċjalment għall-monitoraġġ tal-iżviluppi minn perspettiva makroprudenzjali u għall-aggregazzjoni ta' miżuri individwali fl-industrija u l-ġurisdizzjonijiet kollha.

([1]) Pereżempju, il-Kummissjoni Superviżorja tas-Settur Finanzjarju tal-Lussemburgu (*Commission de Surveillance du Secteur Financier* – CSSF) introduċiet rekwiżit ta' rappurtar tar-riskju tal-UCITS kmieni fl-2016 u titlob lill-industrija tal-UCITS tagħha biex tirrapporta, fuq bażi ta' kull sitt xhur, dejta relatata ma' diversi fatturi ta' riskju bħal-leverage, ir-riskju tal-kontroparti, ir-riskju tal-kreditu u r-riskju tal-likwidità. Aktar tagħrif jinsab fl-indirizz http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/.

Biex ikun jista' jsir il-monitoraġġ tad-diskrepanza fil-likwidità fi ħdan il-UCITS, il-UCITS għandhom ikunu obbligati jirrappurtaw informazzjoni kemm dwar l-assi u kif ukoll dwar l-obbligazzjonijiet tagħhom. L-AIFMs għandhom jirrappurtaw informazzjoni dwar il-profil tal-likwidità tal-AIF tagħhom, li tipprovdi informazzjoni utli dwar il-valutazzjoni tal-likwidità (mill-AIFM) tal-assi investiti ta' AIF u l-istruttura tal-investituri tiegħu. Dan għandu jintuża wkoll bħala l-bażi għar-rappurtar relatat tal-UCITS u għandu jiġi kkumplimentat permezz ta' rappurtar dwar id-disponibbiltà u l-użu ta' diversi strumenti tal-ġestjoni tal-likwidità li huma disponibbli għall-UCITS. Punti oħra ta' data rapportabbli jistgħu jinkludu, pereżempju, informazzjoni dwar id-daqs tal-fidi storiku.

Il-ġbir ta' dejta oħra jiffaċilita valutazzjoni komprensiva tal-kontribut potenzjali għar-riskju finanzjarju/sistemiku minn dawn il-UCITS. B'mod partikolari, is-sors tal-leverage hu ta' interess biex tkun tista' ssir stima xierqa tar-riskji kaġunati, pereżempju, mill-użu ta' leverage mill-UCITS. Il-UCITS għandhom jipprovdu wkoll, fost affarijiet oħra, informazzjoni dwar l-istrateġija tal-investiment, l-istrumenti negozjati u l-iskoperturi individwali, il-profil tar-riskju tas-suq, il-profil tar-riskju tal-kontroparti u tal-kreditu, u l-profil tar-riskju tal-likwidità. Din l-informazzjoni tista' tagħti indikazzjoni tar-riskju ta' bejgħ ta' bilfors, konċentrazzjoni tal-kontroparti, u interkonnessjoni mas-sistema finanzjarja ġenerali. Din għandha tinkludi wkoll kategoriji ta' pożizzjonijiet u teknika u strumenti derivattivi bħal ftehimiet ta' riakkwist jew tranżazzjonijiet ta' self ta' titoli. Rekwiżiti simili ħafna huma stabbiliti fir-rekwiżiti tar-rappurtar tad-Direttiva 2011/61/UE, li jistgħu jiġu kkumplimentati b'aspetti speċifiċi għall-UCITS bħal pereżempju, ġestjoni effiċjenti tal-portafoll. L-AIFM għandu jipprovdi informazzjoni dwar il-profil tar-riskju u l-kategoriji ewleninb tal-assi li fihom ikun investa l-AIF, inklużi l-pożizzjonijiet derivattivi gross, twal u qosra korrispondenti. Madankollu, l-AIFMs iridu jipprovdu wkoll informazzjoni dwar is-sors ta' flus kontanti li jissellfu. [1]

Parti ekonomikament rilevanti tas-settur tal-UCITS tapplika strateġiji fejn il-leverage — inkluż il-leverage sintetiku — hu ristrett indirettament biss. Fir-rigward tal-użu ta' leverage finanzjarju permezz ta' tranżazzjonijiet ta' finanzjament ta' titoli jew leverage sintetiku permezz ta' skoperturi derivattivi, il-UCITS jistgħu joħolqu skopertura — kif ikkalkulat bil-metodu tal-impenn — biss sa ammont massimu li jkun daqs in-NAV totali tagħhom (ara l-Kaxxa 1b). Madankollu, skont id-Direttiva 2009/65/KE, l-Istati Membri jistgħu wkoll jippermettu lill-UCITS li jikkalkolaw l-iskopertura globali tagħhom bl-użu ta' metodu VaR jew metodoloġiji avvanzati oħra għall-kalkolu tar-riskju minflok il-metodu tal-impenn [2]. Għal dawn il-fondi ta' investiment, l-użu tal-leverage hu ristrett indirettament biss permezz ta' limitazzjonijiet fuq ir-riskju tas-suq tal-fond ta' investiment [3]. Jiġifieri, il-fondi li jużaw il-metodu VaR *assolut* huma limitati għal VaR assolut li ma jaqbiżx l-20 % tan-NAV. Min-naħa l-oħra, il-fondi li japplikaw il-metodu VaR *relattiv* huma limitati għal mhux iżjed mid-doppju tar-riskju tat-telf f'mudell VaR speċifiku imqabbel ma' portafoll simili, iżda bla leverage. Importani ngħidu li dawn il-metodi VaR jistgħu jippermettu leverage ogħla minn dak tal-metodu tal-impenn, skont il-volatilità tal-assi ta' bażi. Stħarriġ tal-BERS li jkopri 11-il ġurisdizzjoni fi ħdan l-Unjoni jindika li s-subsett tal-UCITS li japplikaw metodi VaR biex jikkalkulaw l-iskopertura globali jista' jirrappreżenta bejn 27 % u 50 % tas-settur tal-UCITS tal-Unjoni f'termini NAV.

L-għan għandu jkun ir-rappurtar konsistenti tal-leverage għall-UCITS kollha u l-AIFs kollha u dan għandu jsostni l-monitoraġġ tal-fondi ta' investiment li mhumiex soġġetti għal-limiti tal-leverage fi ħdan is-settur tal-fondi ta' investiment tal-Unjoni. L-FSB jirrakkomanda li l-awtoritajiet jiġbru dejta dwar il-leverage f'fondi ta' investiment, jissorveljaw l-użu tal-leverage minn fondi ta' investiment li mhumiex soġġetti għal limiti ta' leverage jew li għassistema finanzjarja jistgħu jippreżentaw riskji sinifikanti marbuta mal-leverage, u jieħdu azzjoni fejn xieraq. Fl-istess ħin, IOSCO intalab jidentifika u/jew jiżviluppa kalkoli konsistenti tal-leverage f'fondi ta' investiment biex jinkiseb monitoraġġ aktar sinifikanti tal-leverage għal skopijiet ta' stabbiltà finanzjarja, u biex jgħin ħalli jiżgura li jkunu jistgħu jsiru paraguni diretti mill-fondi ta' investiment kollha f'livell globali sal-aħħar tal-2018 [4]. Għalhekk, l-għan aħħari għandu jkun ir-rappurtar armonizzat tal-leverage, f'konformità mal-kalkoli ta' leverage konsistenti li mistennija jiġu żviluppati/identifikati mill-IOSCO. L-armonizzazzjoni tal-qafas tar-rappurtar għall-UCITS u r-rappurtar dwar il-leverage f'AIFs skont id-Direttiva 2011/61/UE għandhom jiġu żviluppati fuq dawn il-linji u għandhom jiffaċilitaw il-monitoraġġ ta' fondi ta' investiment b'leverage fis-settur tal-fondi ta' investiment tal-Unjoni kollha kemm hi. Il-Kummissjoni għandha għalhekk tiżviluppa qafas armonizzat fl-Unjoni kollha kif ukoll fil-UCITS u l-AIFs kollha, waqt li tqis id-dimensjoni internazzjonali kif ukoll l-għan tal-iżvilupp ta' metodi uniformi għall-metodi ta' kalkolu tal-leverage differenti (il-metodi nozzjonali, gross u ta' impenn). Dan jista' jiffaċilita wkoll il-monitoraġġ tal-leverage għall-UCITS li joperaw biss taħt restrizzjonijiet indiretti tal-leverage.

(1) Ara, pereżempju, l-Anness IV tar-Regolament Delegat (UE) Nru 231/2013.

(2) Ara, pereżempju, l-Artikolu 41(3) tad-Direttiva 2010/43/UE.

(3) Ara "Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS", tas-CESR (Livell 3) tat-28 ta' Lulju 2010.

(4) Ara r-Rakkomandazzjonijiet 10 u 11 fid-dokument tal-FSB, "Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities", Jannar 2017.

Ir-rappurtar tal-leverage b'konformità mal-metodu tal-impenn skont id-Direttiva 2011/61/UE jkun jeħtieġ li l-UCITS iżidu n-NAV tagħhom mal-iskopertura tagħhom kif ikkalkulat mill-UCITS bil-metodu tal-impenn. Bħalissa, il-metodi użati biex tiġi kkalkulata l-iskopertura skont il-metodu tal-impenn ivarjaw ftit bejn id-Direttivi 2009/65/KE u 2011/61/UE. Waqt li d-Direttiva 2011/61/UE tesiġi li l-AIFs jikkalkulaw l-iskopertura tal-impenn bħala s-somma tal-valur assolut tal-pożizzjonijiet kollha, il-fondi UCITS huma meħtieġa jikkalkulaw biss l-iskopertura inkrementali ġġenerata mill-użu tal-leverage (ara t-Tabella 3). Billi l-UCITS m'għandhomx permess jissellfu flus kontanti mhux garantiti għal skopijiet ta' investiment u r-regoli għall-kalkolu tal-iskopertura permezz ta' tranżazzjonijiet ta' finanzjament ta' titoli u derivattivi jixbħu lil dawk stabbiliti mid-Direttiva 2011/61/UE, il-metodu tal-impenn tal-UCITS jista' jiġi allinjat mad-Direttiva 2011/61/UE billi l-UCITS jintalbu jżidu NAV mal-iskopertura tagħhom.

F'dan il-kuntest, ir-rappurtar ġdid tar-riskju tal-UCITS għandu jkopri wkoll ir-rappurtar tat-test tal-istress mill-UCITS. Dan għandu jinkludi r-rappurtar dwar ir-riżultati ta' testijiet tal-stress univarjati standardizzati u għandu wkoll jipprovdi informazzjoni dwar xenarji ta' testijiet tal-istress patentati minn maniġers tal-fondi, kif ukoll ir-riżultati rilevanti.

Tabella 3

Kalkolu tal-iskopertura tal-fondi ta' investiment bil-metodi tal-impenn

	AIFMD	**UCITS**	
	Kalkolu attwali		**Bidliet rakkomandati**
Definizzjoni ta' skopertura	Total tal-valuri assoluti tal-pożizzjonijiet kollha	Skopertura u leverage inkrementali ġġenerati permezz tal-użu ta' strumenti finanzjarji derivattivi	Żid il-valuri netti tal-assi
Leverage finanzjarju	**Użu mill-ġdid ta' flus kontanti missellfin**		
	L-ogħla valur tas-suq tal-investiment realizzat jew l-ammont totali tal-flus kontanti missellfin	Teħid ta' self ta' flus kontanti mhux garantit mhux permess għal skopijiet ta' investiment	Xejn
	Tranżazzjonijiet ta' finanzjament ta' titoli		
	Valur tas-suq tal-kollateral riċevut (inklużi flus kontanti) meta investit mill-ġdid	Valur tas-suq tal-kollateral riċevut (inklużi flus kontanti) meta investit mill-ġdid	Xejn
Leverage sintetiku nett	**Derivattivi**		
	Total tal-valur tas-suq tal-pożizzjoni ekwivalenti fl-assi ta' bażi wara li jitqiesu l-arranġamenti tan-nettjar u l-hedging	Total tal-valur tas-suq tal-pożizzjoni ekwivalenti fl-assi ta' bażi wara li jitqiesu l-arranġamenti tan-nettjar u l-hedging	Xejn

Rakkomandazzjoni D(2) — Frekwenza u kopertura tal-obbligi tar-rappurtar għall-UCITS u l-kumpaniji li jamministraw il-UCITS

Id-dejta msemmija fir-Rakkomandazzjoni D1 għandha tiġi rappurtata fuq bażi trimestrali minn parti suffiċjenti u — minn perspettiva ta' stabbiltà finanzjarja — rilevanti tal-UCITS kollha u tal-kumpaniji kollha li jamministraw il-UCITS. Il-kompożizzjoni tal-portafolli tal-fondi ta' investiment, il-likwidità tal-portafolli u l-użu tal-leverage (b'mod partikolari permezz tal-użu ta' derivattivi) jistgħu jkunu soġġetti għal bidliet sinifikanti fuq medda qasira ta' żmien. Bħala tali, hu meħtieġ mill-inqas rappurtar trimestrali għas-sorveljanza adegwata u, fejn meħtieġ, għar-reazzjoni għal żviluppi li jistgħu jikkontribwixxu għall-akkumulazzjoni ta' riskji għall-istabbiltà finanzjarja. Minħabba l-istrateġiji varji ta' investiment u d-daqsijiet varji tal-UCITS u tal-kumpaniji li jamministraw il-UCITS, il-punt safejn individwi jew gruppi ta' fondi ta' investiment jistgħu jikkontribwixxu għal riskju sistemiku x'aktarx ivarja. Minn perspettiva ta' stabbiltà finanzjarja, ir-rappurtar trimestrali minn subsett suffiċjenti ta' UCITS u kumpaniji li jamministraw il-UCITS jista' jkun adegwat għall-monitoraġġ u, fl-istess ħin, jista' jillimita l-piż globali tar-rappurtar fuq l-industrija.

Is-subsett ta' UCITS li għandu jirrapporta fuq bażi trimestrali għandu jkun fih mill-inqas l-UCITS li jużaw il-metodu VaR biex jikkalkulaw l-iskopertura globali tagħhom. Meta jinvolvu ruħhom fi tranżazzjonijiet tad-derivattivi dawn il-UCITS ġeneralment jużaw strateġiji ta' investiment aktar kumplessi, u jistgħu jużaw livell sostanzjali ta' leverage. Minbarra dan is-subsett ta' UCITS, il-Kummissjoni għandha tikkunsidra wkoll karatteristiċi bħad-daqs ta' AuM u, potenzjalment, l-istrateġija tal-investiment u l-profil tal-likwidità, b'tali mod li proporzjon rilevanti tal-UCITS kollha u tal-kumpaniji kollha li jamministraw il-UCITS jirrappurtaw fuq bażi trimestrali.

Il-monitoraġġ effettiv tal-iżviluppi u l-akkumulazzjoni potenzjali tar-riskji għall-istabbiltà finanzjarja fi ħdan l-industrija tal-UCITS b'mod ġenerali jkun jeħtieġ subsett suffiċjenti tal-UCITS kollha u tal-kumpaniji kollha li jamministraw il-UCITS li jirrapportaw subsett ta' dejta suffiċjenti tal-anqas darba fis-sena. L-introduzzjoni ta' rappurtar annwali għal proporzjon suffiċjenti tal-industrija tal-UCITS tista', flimkien mad-dejta disponibbli dwar l-AIFs, tippermetti li jiġu sorveljati żviluppi ġenerali fis-settur tal-fondi ta' investiment tal-Unjoni. Ta' min jinnota li r-rappurtar annwali għandu jkun konformi mal-frekwenza minima tar-rappurtar stabbilita mid-Direttiva 2011/61/UE. Dan jista' jiżgura li r-riskju għall-istabbiltà finanzjarja assoċjat mal-industrija tal-fondi ta' investiment, kemm għall-UCITS kif ukoll għall-AIFs, jista' jiġi sorveljat tal-anqas kull sena. Dan jista' jippermetti wkoll li jsiru paraguni sinifikanti matul iż-żmien bejn l-iżviluppi fl-UCITS u dawk fl-AIFs, u jista' jippermetti li jiġu identifikati bidliet strutturali potenzjali li jistgħu jikkontribwixxu għall-akkumulazzjoni tar-riskju sistemiku.

Il-Kummissjoni qed tingħata parir li għandha tikkunsidra l-AuM totali tal-UCITS u tal-kumpaniji li jamministraw il-UCITS meta tiddetermina liema entitajiet għandhom ikunu soġġetti għal rekwiżit ta' rappurtar annwali. L-użu ta' AuM għad-determinazzjoni tar-rekwiżiti tar-rappurtar hu konformi mal-prattika eżistenti biex jiġu deċiżi r-rekwiżiti tar-rappurtar għall-AIFMs. Il-Kummissjoni tista' tikkunsidra wkoll karatteristiċi oħra, bħall-użu tal-leverage fi ħdan il-UCITS, il-metodu użat biex tiġi kkalkulata l-iskopertura globali, u l-istrateġija tal-investiment tal-UCITS, meta jiġi determinat liema entitajiet għandhom ikunu soġġetti għal rekwiżiti ta' rappurtar annwali.

Skont id-Direttiva 2011/61/UE, il-frekwenzi tar-rappurtar għall-AIFMs jistgħu jintużaw bħala punt referenzjali biex jiddeterminaw il-frekwenzi tar-rappurtar għall-UCITS u għall-kumpaniji li jamministraw il-UCITS, soġġetti għal tliet kategoriji ta' rappurtar (trimestrali, annwali jew ebda rappurtar). Il-frekwenzi attwali tar-rappurtar ([1]) għal AIFMs awtorizzati li jamministraw AIFs tal-Unjoni (b'konformità ma' dawk għall-UCITS u għall-kumpaniji li jamministraw il-UCITS li kollha għandhom ikunu awtorizzati u domiċiljati fl-UE) jistgħu jinġabru fil-qosor kif ġej:

— L-AIFMs li jamministraw AIFs b'AuM totali taħt il-limitu ta' €100 miljun jistgħu jagħżlu li jiġu awtorizzati u jirrapportaw informazzjoni kemm fuq il-livell tal-maniġer kif ukoll fuq il-livell tal-AIF fuq bażi annwali;

— jekk l-AuM totali ta' AIFM jaqbeż il-limitu ta' €100 miljun, iżda l-AuM totali jibqa' taħt il-limitu ta' €1 biljun, l-AIFM għandu obbligu ta' rappurtar ta' kull sitt xhur kemm fil-livell tal-maniġer kif ukoll fil-livell tal-AIF, ħlief għal dawk il-fondi b'AuM ta' iżjed minn €500 miljun;

— jekk l-AuM totali ta' AIFM jaqbeż il-limitu ta' €1 biljun, l-AIFM għandu obbligu ta' rappurtar trimestrali kemm fil-livell tal-maniġer kif ukoll fil-livell tal-AIF.

([1]) "Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3)(d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD" (ESMA/2014/869EN). Ta' min jinnota li s-sommarju ta' hawn fuq ma jqisx il-frekwenzi tar-rappurtar għal AIFs li jinvestu f'kumpaniji u emittenti mhux kwotati biex jakkwistaw kontroll – strateġija ta' investiment li l-UCITS ma jistgħux isegwu.

Il-Kummissjoni tista' timpenja ruħha mal-ESMA u l-NCAs biex tistabbilixxi metodu raġonevoli għad-determinazzjoni tas-subsett tal-UCITS u tal-kumpaniji li jamministraw il-UCITS fil-kategoriji rilevanti tar-rappurtar. L-involviment mal-ESMA u l-NCAs joffri opportunità biex jinġabar għarfien mill-esperjenzi attwali fir-rappurtar taħt id-Direttiva 2011/61/UE, meta jkun qed jiġi żviluppat il-qafas tar-rappurtar għall- UCITS u l-kumpaniji li jamministraw il-UCITS. Ta' min jinnota li waqt li tagħmel dan, il-Kummissjoni — b'kooperazzjoni mal-ESMA u l-NCAs — tista' tikkunsidra wkoll objettivi oħra minbarra l-monitoraġġ tar-riskji għall-istabbiltà finanzjarja (e.g. il-protezzjoni tal-investituri) li jistgħu jirrikjedu rappurtar aktar frekwenti. Ladarba jkun stabbilit, ir-rappurtar dwar il-UCITS u l-kumpaniji li jamministraw il-UCITS għandu jiġi rivedut f'mument speċifiku wara l-implimentazzjoni biex tiġi valutata l-adegwatezza tal-ambitu u l-frekwenza tiegħu.

Il-Kummissjoni għandu jkollha l-għan li ssib il-bilanċ korrett bejn il-massimizzazzjoni tal-benefiċċji li jirriżultaw minn iżjed monitoraġġ tar-riskju u l-minimizzazzjoni tal-ispejjeż li jiġu ġġenerati minn rekwiżiti ġodda ta' rappurtar. Fuq perijodu itwal ta' żmien, il-ġurisdizzjonijiet kollha x'aktarx li jibbenefikaw minn qafas ta' rappurtar tal-UCITS li jkun simili għas-sistemi/strutturi ta' rappurtar tekniku tal-qafas ta' rappurtar li diġà qed jitħaddem taħt id-Direttiva 2011/61/UE. Madankollu, fuq perijodu iqsar ta' żmien, it-transizzjoni għal rappurtar ġdid dwar il-UCITS u l-kumpaniji li jamministraw il-UCITS jistgħu jiġġeneraw spejjeż kemm għall-industrija tal-fondi ta' investiment kif ukoll għall-awtoritajiet superviżorji. Għall-awtoritajiet kompetenti l-ispejjeż fuq perijodu qasir ta' żmien x'aktarx ikunu differenti, fejn il-ġurisdizzjonijiet li bħalissa m'għandhom ebda obbligu ta' rappurtar potenzjalment jistgħu jiffaċċjaw l-akbar piż. Għall-industrija, l-ispejjeż ta' qafas ġdid ta' rappurtar unifikat tal-UCITS x'aktarx ivarjaw b'mod sinifikanti fil-kumpaniji kollha li jamministraw il-UCITS. Pereżempju, il-maniġers tal-fondi li jamministraw il-UCITS f'ġurisdizzjonijiet varji se jħabbtu wiċċhom ma' xi spejjeż inizjali, għalkemm jaraw titjib fl-effiċjenza ġenerali tar-rappurtar u tnaqqis fl-ispejjeż meta mqabbla mas-sitwazzjoni attwali ta' reġimi u rekwiżiti ta' rappurtar differenti f'ġurisdizzjonijiet differenti. Bl-istess mod, il-kumpaniji li jamministraw kemm il-UCITS kif ukoll l-AIFs se jħabbtu wiċċhom ma' spejjeż żgħar ta' darba biss u jirrapportaw dwar il-UCITS tagħhom bl-użu tas-sistemi/strutturi eżistenti ta' rappurtar għall-AIFs tagħhom. Kumpaniji żgħar li jamministraw il-UCITS f'ġurisdizzjoni waħda biss x'aktarx li se jiffaċċjaw l-ogħla spejjeż fuq perijodu ta' żmien qasir fir-rigward ta' reġim ġdid ta' rappurtar tal-UCITS, minħabba li l-kisbiet fl-effiċjenza jkunu żgħar fl-aħjar każ meta mqabbla mas-sitwazzjoni eżistenti tar-rappurtar. Rappurtar ġdid tar-riskju se jinvolvi spejjeż addizzjonali ta' amministrazzjoni u konformità relatati mat-twaqqif tas-sistema tar-rappurtar, kif ukoll spejjeż perjodiċi assoċjati mal-ġenerazzjoni tar-rapporti. Imbagħad, dawn l-ispejjeż addizzjonali jistgħu jwasslu għal ekonomiji ta' skala kbira u jistgħu potenzjalment jaffettwaw l-istruttura tal-industrija.

Rakkomandazzjoni D(3) — Rappurtar armonizzat u kondiviżjoni ta' informazzjoni

L-NCAs għandhom ikunu obbligati jaqsmu l-informazzjoni rrappurtata mill-UCITS u mill-kumpaniji li jamministraw il-UCITS ma' awtoritajiet oħra fl-Unjoni, l-ESMA u l-BERS. Il-kondiviżjoni obbligatorja tal-informazzjoni tiffaċilita l-analiżi kollettiva tal-kontribut potenzjali tal-UCITS għall-akkumulazzjoni tar-riskju sistemiku, u toħloq rispons komuni. Barra minn hekk, UCITS waħda jew aktar jistgħu, f'xi żmien partikolari, jikkostitwixxu sors importanti ta' riskju tal-kontroparti għal istituzzjoni ta' kreditu jew istituzzjoni oħra sistemikament rilevanti fi Stat Membru jew f'bosta Stati Membri. Dan ikompli jisħaq fuq l-importanza ta' qafas adegwat għall-kondiviżjoni tal-informazzjoni rappurtata ma' awtoritajiet oħra.

Il-Kummissjoni qed tingħata parir li għandha tapplika d-dispożizzjonijiet u l-prattika attwali għall-kondiviżjoni tal-informazzjoni skont id-Direttiva 2011/61/UE għall-qafas il-ġdid dwar ir-rappurtar tal-UCITS [1]. Skont id-Direttiva 2011/61/UE, l-NCAs huma obbligati jaqsmu l-informazzjoni miġbura dwar l-AIFMs u l-AIFs ma' awtoritajiet oħra, l-ESMA u l-BERS. Imbagħad, l-iskambju tal-informazzjoni bejn l-ESMA u l-BERS dwar dejta miġbura skont id-Direttiva 2011/61/UE tkun ibbażata fuq Memorandum ta' Qbil (MoU). L-NCAs tal-Istat Membru domiċiljari jistgħu wkoll jitolbu informazzjoni addizzjonali lil hinn mill-qafas tar-rappurtar fuq bażi perjodika jew ad hoc jekk dan jitqies meħtieġ għall-monitoraġġ effettiv tar-riskju sistemiku. Fl-aħħarnett, l-iskambju armonizzat ta' informazzjoni jkun sostnut aktar skont id-Direttiva 2011/61/UE mill-ITS imfassla mill-ESMA li tistabbilixxi l-proċeduri għall-iskambju ta' informazzjoni bejn l-NCAs u bejn l-NCAs u l-ESMA.

II.4.2 **Effetti mhux intenzjonati**

Qafas ġdid tar-rappurtar tal-UCITS joħloq spejjeż relatati mal-ġbir ta' dejta u proċessi ta' kondiviżjoni li għandhom jiġu implimentati minn kumpaniji tal-amministrazzjoni u l-NCAs. Kwalunkwe tentattiv biex jittejjeb ir-rappurtar mill-UCITS u mill-kumpaniji li jamministraw il-UCITS għandu, għalhekk, jirrikonoxxi kif xieraq il-prinċipju tal-proporzjonalità u jfittex li jnaqqas l-ispejjeż assoċjati. B'mod partikolari, ir-rappurtar imsaħħaħ tal-UCITS jista' jimponi piż żejjed fuq parteċipanti iżgħar tal-industrija. Il-qafas tar-rappurtar tal-UCITS għandu, għalhekk, iqis il-kontribut potenzjali ta' kull fond ta' investiment għall-akkumulazzjoni tar-riskju sistemiku meta jistabbilixxi r-rekwiżiti tar-rappurtar. Il-qafas tar-rappurtar tal-UCITS għandu jikkunsidra modi oħra ta' tnaqqis tal-ispejjeż assoċjati, u għandu jqis oqfsa ta' rappurtar eżistenti li għalihom l-industrija u l-awtoritajiet kompetenti diġà żviluppaw standards tekniċi. B'mod partikolari, billi għadd ta' kumpaniji li jamministraw il-UCITS għandhom ukoll liċenzja bħala AIFM, u għadd ta'

[1] Ara, pereżempju, l-Artikoli 50, 52 u 54 tad-Direttiva 2011/61/UE.

oqsma tar-rappurtar x'aktarx ikunu simili kemm għall-UCITS kif ukoll għall-AIFs, ikun raġonevoli li l-format tal-qafas tar-rappurtar tal-UCITS ikun ibbażat fuq il-qafas tar-rappurtar eżistenti skont id-Direttiva 2011/61/UE. Il-qafas tar-rappurtar tal-UCITS għandu jqis ukoll, kemm jista' jkun, ir-rappurtar eżistenti li dawn il-fondi ta' investiment diġà huma soġġetti għalih. B'mod partikolari, il-ġbir ta' dejta mill-BĊE fir-rigward tal-karta tal-bilanċ tal-fondi ta' investiment diġà jinkludi informazzjoni dettaljata dwar l-attiv u l-passiv tal-fondi ta' investiment (ara r-Regolament (UE) Nru 1073/2013 tal-Bank Ċentrali Ewropew ([1])). Madankollu, din id-dejta mhijiex disponibbli għall-Unjoni kollha u ġeneralment ma għandhiex biżżejjed granularità biex tipprovdi tagħrif utli dwar ir-riskju tal-likwidità u l-leverage assoċjat mal-fondi ta' investiment.

II.5 Rakkomandazzjoni E — Gwida dwar l-Artikolu 25 tad-Direttiva 2011/61/UE

II.5.1 Raġunament ekonomiku u effetti intenzjonati

Rakkomandazzjoni E(1) — Valutazzjoni tar-riskju sistemiku relatat mal-leverage

Il-maniġers tal-fondi ta' investiment huma obbligati jirrappurtaw lill-NCAs dejta granulari għal kull AIF bil-leverage li jamministraw. Id-dejta, li tista' tinkludi sa 301 partita, tinkludi informazzjoni dettaljata dwar l-użu min-naħa tal-fondi ta' investiment, tal-leverage, id-daqs, l-istrateġiji tal-investiment, l-iskoperturi ewlenin, il-fokus ġeografiku, is-sjieda u konċentrazzjoni tal-investituri, l-istrumenti negozjati, ir-riskju tas-suq, il-profil tar-riskju tal-kontroparti il-profil tal-likwidità (inkluż il-profil tal-fidi), u aspetti operazzjonali, u aspetti oħra, tar-riskju. Għandu jiġi nnutat li l-AIFs bi proporzjon ta' leverage ta' aktar minn tliet darbiet in-NAV tagħhom, ikkalkulat skont il-metodu tal-impenn, jitqiesu bħala li jużaw leverage fuq bażi sostanzjali. Il-maniġers ta' fondi ta' investiment bħal dawn għandhom jirrappurtaw, barra minn hekk, dwar l-ikbar ħames sorsi ta' flus kontanti jew titoli missellfin.

Id-dejta granulari li hi disponibbli għall-NCAs issostni l-valutazzjonijiet tar-riskju sistemiku relatat mal-leverage, għalkemm jippermettu b'mod wiesa' metodi nazzjonali diverġenti. Pereżempju, id-dejta rappurtata tinkludi żewġ kalkoli ta' leverage — kalkolu gross u wkoll kalkolu nett li jirrappreżenta l-iskoperturi bil-leverage użati għal skopijiet ta' nettjar jew hedging — u l-awtoritajiet jista' jkollhom opinjonijiet diverġenti fir-rigward tal-użu u l-interpretazzjoni ta' dawn il-kalkoli. Barra minn hekk, ir-rappurtar estensiv tad-dejta jippermetti differenzi nazzjonali dwar jekk huwiex meħtieġ li jiġu inklużi aktar partiti ta' informazzjoni lil hinn mill-użu tal-leverage f'valutazzjoni. Jista' jkun hemm ukoll differenzi fir-rigward tal-ħtieġa li tiġi valutata l-kontribuzzjoni tal-użu tal-leverage fi ħdan l-AIFs għall-akkumulazzjoni tar-riskju sistemiku.

In-natura internazzjonali tas-settur tal-AIFs teħtieġ metodu aktar koordinat għall-valutazzjoni tar-riskju sistemiku relatat mal-leverage u l-miżuri potenzjali ta' mitigazzjoni. L-AIFs ġeneralment jinvestu u għandhom rabtiet ma' istituzzjonijiet finanzjarji b'mod transkonfinali, u b'hekk l-impatt ekonomiku potenzjali ta' deleveraging min-naħa tal-fondi ta' investiment jew fallimenti ta' fondi ta' investiment mhuwiex limitat għal ġurisdizzjonijiet fejn ikunu domiċiljati l-AIFs. Hu wkoll relattivament faċli għall-maniġers tal-fondi u/jew għall-fondi ta' investiment tagħhom biex jirrilokaw f'ġurisdizzjonijiet oħra, ħaġa li tkompli tisħaq fuq l-importanza ta' metodu aktar koordinat għall-valutazzjonijiet u miżuri potenzjali ta' mitigazzjoni.

Biex jiġi żgurat li l-NCAs jadottaw metodu konsistenti meta jivvalutaw jekk il- kundizzjonijiet biex jiġu imposti kalkoli relatati mal-leverage jiġu sodisfatti, l-ESMA għandha, bħala l-ewwel pass, tipprovdi gwida dwar sett komuni ta' indikaturi. Din il-gwida tista' tiffaċilita l-użu effettiv tal-informazzjoni estensiva disponibbli għall-NCAs skont id-Direttiva 2011/61/UE, u tħeġġeġ lill-NCAs biex iwettqu valutazzjoni dwar kemm l-użu tal-leverage fis-settur tal-AIFs jikkontribwixxi għall-akkumulazzjoni tar-riskju sistemiku. It-tħaddim ta' miżuri tal-politika skont l-Artikolu 25 tad-Direttiva 2011/61/UE, inklużi limiti ta' leverage makroprudenzjali jew restrizzjonijiet oħra imposti fuq il-ġestjoni tal-AIFs, jeħtieġ qafas li jista' jivvaluta jekk il-miżuri li finalment jiġu applikati fil-livell tal-fond ta' investiment jillimitawx b'mod effettiv il-kontribut tal-leverage għall-akkumulazzjoni ta' riskji sistemiċi fis-settur tal-AIFs.

Biex tappoġġa l-użu armonizzat tal-indikaturi, hu rakkomandat li l-ESMA wkoll tagħti gwida dwar l-interpretazzjoni tal-indikaturi. L-ESMA bħalissa tinsab fil-proċess tat-tfassil ta' sett ta' dejta fil-livell tal-UE li se jinkludi d-dejta kollha rappurtata lill-NCAs skont id-Direttiva 2011/61/UE fil-livell nazzjonali. Ladarba jkun disponibbli, dan is-sett ta' dejta għandu jippermetti lill-ESMA tiżviluppa perspettivi kwantitattivi dwar l-interpretazzjoni tal-indikaturi fil-qafas tal-valutazzjoni, e.g. billi teżamina statistika sommarja bażika dwar indikaturi individwali bħal valuri medji, medjani, minimi u massimi rappurtati, u d-distribuzzjoni tal-valuri rappurtati.

[1] Ir-Regolament (UE) Nru 1073/2013 tal-Bank Ċentrali Ewropew tat-18 ta' Ottubru 2013 dwar statistika tal-attiv u l-passiv tal-fondi ta' investiment (BĊE/2013/38) (ĠU L 297, 7.11.2013, p. 73).

Il-qafas tal-valutazzjoni għandu jinkludi indikaturi li jidentifikaw il-livell, is-sors u l-użanzi differenti tal-leverage. Il-leverage finanzjarju permezz ta' tranżazzjonijiet ta' self meħud jew ta' finanzjament ta' titoli jżid ir-riskju tal-finanzjament tal-likwidità ta' fond ta' investiment, minħabba li l-ispejjeż tal-għoti ta' self jew ir-rekwiżiti tal-marġini jistgħu jiżdiedu. Imbagħad, l-użu ta' leverage sintetiku jżid is-sensittività ta' fond għal skossi fis-swieq tad-derivattivi u r-riskju ta' sejħiet għal marġni aktar wesgħin ikkawżat minn varjazzjonijiet żgħar fit-tnaqqis tal-prezzijiet jistgħu jġiegħlu fond biex jagħmel fire sale tal-assi.

Il-qafas għandu jidentifika, kemm jista' jkun, il-kanali li permezz tagħhom ir-riskju sistemiku jista' jimmaterjalizza, kif spjegat hawn taħt.

(a) **Il-kontribuzzjoni potenzjali ta' fondi individwali u tas-settur tal-AIF b'mod ġenerali għar-riskju ta' fire sales.** Il-profil tal-fidi ta' fond ta' investiment hu aspett wieħed tar-riskju ta' fire sales. L-offerta tal-possibbiltà li jiġu aċċettati klejms li jistgħu jinfdew fuq perijodu ta' żmien qasir (speċjalment ta' kuljum) u perijodi qosra ta' avviż iħallu lill-fondi ta' investiment suxxettibbli għal ġiri sfrenat għall-fidi mill-investituri li jista' jqanqal fire sale. Aspett ieħor tal-profil tal-fidi ta' fond ta' investiment hu l-bażi tal-investituri tiegħu, fejn konċentrazzjoni ogħla skont it-tip ta' investitur — speċjalment meta kombinata ma' frekwenza qasira ta' fidi — iżżid ir-riskju ta' fire sales billi dawn jistgħu jiġu attivati meta wieħed jew ftit investituri jiddeċiedu li jifdu l-ishma tagħhom. Il-profil tal-likwidità ta' fond ta' investiment hu t-tieni aspett tar-riskju ta' fire sales. Il-likwidità tal-portafoll tal-fond ta' investiment hi ċentrali għall-kapaċità tiegħu li jissodisfa talbiet għal fidi u/jew sejħiet għal marġni aktar wesgħin mingħajr ma l-assi jkollhom jinbiegħu f'fire sale. Il-kapaċità li jiġu likwidati partijiet tal-portafoll tiddependi, fil-biċċa l-kbira, fuq il-karatteristiċi tal-portafoll tal-fond ta' investiment. Aspetti bħal konċentrazzjonijiet għoljin ta' skoperturi tal-kreditu tal-kontroparti jew strumenti singoli jżidu l-possibbiltà li fond ta' investiment imbagħad ikollu bżonn ibigħ l-assi f'fire sale f'każ ta' falliment tal-kontraparti. Għal portafolli kumplessi (jiġifieri dawk li jinnegozjaw proporzjon għoli ta' strumenti OTC jew jirriċiklaw il-kollateral b'mod estensiv) dawn l-effetti jistgħu jiġu amplifikati aktar.

(b) **L-interkonnessjonijiet diretti tal-fondi ta' investiment u s-settur tal-AIF kollu kemm hu ma' istituzzjonijiet finanzjarji.** L-użu tal-leverage jista' jżid ir-riskju li fond ta' investiment jiltaqa' ma' diffikultà finanzjarja, li mbagħad tista' tiġi trażmessa lill-kontropartijiet tal-fond ta' investiment u tkompli tiġi trażmessa lis-sistema finanzjarja usa' (il-"kanal tal-kontroparti"). Il-kontropartijiet jistgħu jinkludu banek jew sensara li għandhom rabtiet ta' negozjar dirett ma', jew li jkunu ffinanzjaw, fond ta' investiment li jkollu leverage. Fond ta' investiment li jkollu leverage jista' wkoll jifrex ir-riskji lis-sistema finanzjarja globali permezz tal-interkonnessjonijiet tiegħu mal-investituri tiegħu u l-finanzjament tiegħu ta' intermedjarji u negozji finanzjarji oħra (il-"kanal tal-interkonnessjoni"). Mod ta' identifikazzjoni ta' interkonnessjonijiet diretti ma' istituzzjonijiet finanzjarji hu l-kalkolu tal-konċentrazzjoni tal-iskoperturi tal-kontroparti għal fond ta' investiment. Il-fondi ta' investiment jista' jkollhom ukoll rabtiet diretti ma' istituzzjonijiet finanzjarji permezz tal-bażi tal-investituri tagħhom u l-investimenti tal-portafoll.

(c) **L-involviment dirett jew indirett fl-intermedjazzjoni tal-kreditu ta' fondi ta' investiment individwali u s-settur AIF kollu kemm hu.** Il-fondi ta' investiment b'leverage jistgħu jikkontribwixxu għal intermedjazzjoni ta' kreditu eċċessiv u għar-riskju ta' interruzzjonijiet fil-proċess tal-intermedjazzjoni tal-kreditu meta jdur iċ-ċiklu tal-kreditu. L-użu tal-leverage jippermetti lill-fondi ta' investiment li jagħtu aktar kreditu lill-ekonomija reali jew li jiffaċilitaw intermedjazzjoni akbar ta' kreditu mill-banek. Fir-rigward ta' dawn tal-aħħar, il-fondi ta' investiment jistgħu jipprovdu finanzjament dirett lis-settur bankarju, jinvestu fi kreditu strutturat u jieħdu riskju ta' kreditu permezz ta' derivattivi. Jistgħu jinqalgħu riskji sistemiċi minħabba waqfiet f'daqqa fil-provvista tal-likwidità u l-finanzjament għal żmien qasir lill-istituzzjonijiet finanzjarji, tnaqqis f'daqqa fil-likwidità tas-suq għal strumenti finanzjarji li huma importanti għall-intermedjazzjoni tal-kreditu, jew separazzjoni insuffiċjenti tar-riskji. [1]

L-ESMA għandha tipprovdi gwida dwar qafas ta' valutazzjoni li jkun jista' jitħaddem. Għalkemm teoretikament il-kanali potenzjali għar-riskju sistemiku jistgħu jinqasmu f'kategoriji b'mod wiesa', fil-prattika huma marbuta ma' xulxin u x'aktarx li jsaħħu lil xulxin. Barra minn hekk, il-mekkaniżmi bażi għal riskju sistemiku permezz ta' dawn il-kanali jistgħu jkunu kumplessi u huma soġġetti għal tibdil. B'riżultat ta' dan, il-kontribuzzjoni tal-fondi ta' investiment għal riskji sistemiċi mhijiex faċilment identifikata permezz ta' indikaturi individwali, u dan joħloq kompromess bejn l-iżvilupp ta' qafas sempliċi u operabbli kontra qafas li huwa aktar kumpless u diffiċli biex jiġi implimentat. Bħala prinċipju ta' gwida, l-indikaturi għandhom ikunu biss parti mill-qafas meta jagħmluha ferm iktar faċli biex tiġi valutata l-kontribuzzjoni tal-fondi ta' investiment u tas-settur tal-AIF kollu kemm hu għar-riskji sistemiċi relatati mal-leverage.

---

[1] Bengtsson, E., "Investment funds, shadow banking and systemic risk." Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol. 24(1), pp. 60-73.

Barra minn hekk, il-gwida tal-ESMA dwar il-qafas tal-valutazzjoni għandha tipprovdi bażi suffiċjenti għall-NCAs ħalli jispjegaw id-deċiżjoni tagħhom biex jieħdu miżuri tal-politika makroprudenzjali. L-NCAs tal-Istat Membru domiċiljari tal-AIFM għandhom jinfurmaw lill-ESMA, lill-BERS u lill-NCAs tal-AIF bir-raġunijiet għal kull miżura makroprudenzjali meħuda biex jiġi stabbilit limitu għall-użu tal-leverage li jkun qed jikkontribwixxi għall-akkumulazzjoni tar-riskju sistemiku fis-sistema finanzjarja jew għar-riskji ta' swieq diżordinati [1]. Sussegwentement, l-ESMA għandha toħroġ parir dwar il-miżura, u għandha tindirizza wkoll il-kwistjoni jekk il-kundizzjonijiet għal azzjoni tal-politika jidhrux li ġew sodisfatti [2]. Qafas dettaljat ta' valutazzjoni li l-NCAs jistgħu jsegwu jagħmilha aktar probabbli li l-NCAs u l-ESMA jaqblu dwar il-ħtieġa li tittieħed miżura.

It-Tabella 4 tipprovdi eżempju ta' sett ta' indikaturi komuni li jistgħu jifformaw parti mill-qafas ta' valutazzjoni rakkomandat. L-indikaturi joħorġu mill-analiżi mwettqa mill-BĊE u De Nederlandsche Bank (DNB) [3], Oesterreichische Nationalbank (OeNB) [4], u l-FCA tar-Renju Unit [5]. L-indikaturi jiffaċilitaw valutazzjoni tal-livell, is-sors u l-użi differenti tal-leverage, u għandhom l-għan li jidentifikaw, kemm jista' jkun, il-mezzi li permezz tagħhom jista' jimmaterjalizza r-riskju sistemiku. L-indikaturi kollha jistgħu jinbnew bl-użu ta' informazzjoni rappurtata lill-NCAs skont l-Artikolu 24 tad-Direttiva 2011/61/UE.

Tabella 4

Eżempju ta' sett ta' indikaturi għal qafas biex jiġu valutati r-riskji għall-istabbiltà finanzjarja minn fondi ta' investiment

		INDIKATUR		DESKRIZZJONI	ID datafields AIFMD data-template
		#	ISEM		
1. **RISKJU TA' IMPATT TAS-SUQ**	**Daqs**	1.1	Skopertura netta	Valur nett tal-assi (NAV) * leverage skont il-metodu tal-impenn	53, 295
		1.2	Valur nett tal-assi	NAV	53
2. **RISKJU TA' FIRE SALES (bejgħ bi prezzijiet imraħħsa ħafna f'każ ta' periklu finanzjarju)**	**Leverage**	2.1	Leverage nett	Leverage skont il-metodu tal-impenn	295
		2.2	Leverage gross għal nett	Leverage gross / leverage tal-impenn, bħala kalkolu għall-użu ta' dispożizzjonijiet ta' nettjar u hedging	294, 295
	Profil tal-fidi	2.3	Tul ta' żmien tal-fidi	Żmien minimu f'jiem li l-investituri jkollhom jistennew biex jirtiraw l-investimenti	194, 195, 196

[1] Ara, pereżempju, l-Artikolu 25 tad-Direttiva 2011/61/UE.
[2] Ara, pereżempju, l-Artikolu 25(6) tad-Direttiva 2011/61/UE.
[3] Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. u 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", Dokument Okkażjonali konġunt tal-BĊE u d-DNB.
[4] Lehecka, G. u Ubl, E., "Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer", OeNB Financial Stability Report 30 ta' Diċembru 2015.
[5] Financial Conduct Authority, "Hedge Fund Survey", Ġunju 2015.

		INDIKATUR		DESKRIZZJONI	ID datafields AIFMD data-template
		#	ISEM		
	Diskrepanza fil-likwidità	2.4	Tul ta' żmien tal-fidi mnaqqas bil-likwidità tal-portafoll perċepita f'jiem	Żmien minimu f'jiem li l-investituri jkollhom jistennew biex jirtiraw l-investimenti mnaqqas bil-likwidità tal-portafoll kif rappurtata mill-maniġer tal-assi	194, 195, 196, 178-184
		2.5	Proporzjon tal-valur nett tal-assi għal assi likwidi ħafna	L-assi likwidi ħafna jinkludu flus kontanti u l-ekwivalenti ta' flus kontanti (depożiti, karti kummerċjali u oħrajn), ishma azzjonarji kkwotati, titoli ta' grad ta' investiment maħruġa minn istituzzjonijiet finanzjarji, bonds tal-gvern tal-UE u bonds tal-G 10 mhux tal-UE, u ishma ta' fondi ta' investiment	53, 123
		2.6	Sehem ta' assi illikwidi (% NAV)	L-assi illikwidi jinkludu assi fiżiċi, ishma azzjoanrji mhux ikkwotati, bonds korporattivi u konvertibbli mhux ta' grad ta' investiment, u self.	53, 123
	Konċentrazzjoni ta' investituri u kontrapartijiet	2.7	Konċentrazzjoni ta' investituri	Sehem tal-valur nett tal-assi li hu l-proprjetà tal-akbar ħames investituri	118
		2.8	Konċentrazzjoni ta' kontrapartijiet	Skopertura totali tal-kreditu nett għall-ewwel ħames kontropartijiet (% NAV)	165
3. **RISKJU TA' KONTAĠJU DIRETT GĦAL ISTITUZZJONIJIET FINANZJARJI**	**Rabtiet permezz ta' investimenti**	3.1	Investimenti f'istituzzjonijiet finanzjarji	Valur twil ta' investimenti f'ishma azzjonarji u bonds korporattivi kkwotati maħruġa minn istituzzjonijiet finanzjarji bħala % ta' NAV	53, 123
		3.2	Investimenti fi prodotti strutturati u titolizzati (% NAV)	Total ta' skoperturi twal fi ABS, RMBS, CMBS, AMBS, ABCP, CDO, CLO, ċertifikati strutturati, ETP u oħrajn, bħala % ta' NAV	53, 123

		INDIKATUR #	INDIKATUR ISEM	DESKRIZZJONI	ID datafields AIFMD data-template
	Rabtiet permezz tal-bażi ta' investituri	3.3	Banek fil-bażi ta' investituri (% NAV)	Konnessjonijiet diretti ma' istituzzjonijiet finanzjarji bħala investituri	209
		3.4	Assiguraturi fil-bażi ta' investituri (% NAV)		
		3.5	Fondi tal-pensjoni fil-bażi ta' investituri (% NAV)		
		3.6	Fondi ta' investiment fil-bażi ta' investituri (% NAV)		
		3.7	Istituzzjonijiet finanzjarji oħra fil-bażi ta' investituri (%NAV)		
4. **RISKJU TA' INTERRUZZJONI FL-INTERMEDJAZZJONI DIRETTA TAL-KREDITU**		4.1	Investimenti f'bonds korporattivi (% NAV)	Total ta' valuri twal ta' bonds korporattivi, bonds konvertibbli mhux maħruġa minn istituzzjonijiet finanzjarji (IG & mhux IG) bħala % ta' NAV	53, 123
		4.2	Investimenti f'self korporattiv (% NAV)	Self bil-leverage u self ieħor bħala % ta' NAV	53, 123

Sorsi: FCA (2015), Lehecka, G. u E. Ubl (2015), Van der Veer et al. (2017).

Rakkomandazzjoni E(2) — Limiti tal-leverage makroprudenzjali

L-ESMA tista' tgħin lill-NCAs biex jirrendu operazzjonali l-limiti tal-leverage billi tipprovdi gwida dwar opzjonijiet ta' disinn, inkluża valutazzjoni tal-effikaċja u l-effiċjenza tagħhom. Id-Direttiva 2011/61/UE tippermetti li l-leverage ikun ristrett jekk ikun qed jikkontribwixxi għal "akkumulazzjoni ta' riskju sistemiku", iżda ma tipprovdi ebda gwida oħra fir-rigward tat-tfassil tal-limiti. L-NCAs jistgħu jibbenefikaw mill-gwida tal-ESMA dwar it-tfassil tal-limiti tal-leverage, waqt li l-ESMA tista' tibni fuq ir-Rakkomandazzjoni BERS/2013/1 tal-Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku [1]. Il-BERS jirrakkomanda li l-awtoritajiet ifasslu strumenti makroprudenzjali li jkunu effikaċi u effiċjenti biex jintlaħqu l-għanijiet tal-politika tagħhom.

Il-limiti tal-leverage għall-AIFs jistgħu jitqiesu effikaċi jekk jindirizzaw ir-riskju ta' (i) fire sales, (ii) kontaġju fil-konfront ta' kontropartijiet finanzjarji, u (iii) tfixkil fl-intermedjazzjoni tal-kreditu. Meta jiġu indirizzati dawn in-nuqqasijiet tas-suq, il-limiti tal-leverage jsostnu l-istabbiltà finanzjarja. Fir-rigward tal-għanijiet intermedji tal-BERS, il-limiti tal-leverage jolqtu "ir-riskju ta' leverage eċċessiv" [2]. Il-leverage fis-sistema kollha jkun eċċessiv meta jwassal biex l-ekonomiji jsiru suxxettibbli għal kriżijiet finanzjarji bi spejjeż għoljin.

Biex il-limiti tal-leverage ikunu effiċjenti, l-istrument għandu jkun sempliċi u l-konsegwenzi mhux previsti għandhom ikunu limitati. L-awtoritajiet għandhom jagħżlu limiti li huma faċli biex jiġu kalibrati u implimentati, li jippromwovu t-trasparenza u jevitaw in-nuqqas ta' azzjoni. Barra minn hekk, il-konsegwenzi mhux intenzjonati għandhom ikunu limitati u l-limiti tal-leverage għandhom ikunu sodi għal-logħob u għall-arbitraġġ mill-parteċipanti tas-suq. Il-limiti tal-leverage għandhom ukoll ikunu proporzjonali għar-riskju sistemiku li jiġi mill-użu tal-leverage tal-fond ta' investiment, biex jiġi żgurat li s-settur jibqa' kapaċi jipprovdi servizzi ta' valur għall-ekonomija. Pereżempju, il-fondi ta' investiment xorta għandhom ikunu jistgħu jużaw strateġiji diversi u attivi li jistgħu jaġixxu bħala fatturi li jassorbu l-iskossi matul perijodi ta' stress tas-suq. Meta jivvalutaw jekk humiex meħtieġa limiti tal-leverage, u t-tipi ta' limiti li jkunu proporzjonali għar-riskji sistemiċi, l-awtoritajiet għandhom iwettqu analiżi tar-riskju abbażi ta' dejta miġbura skont id-Direttiva 2011/61/UE u l-indikaturi tar-riskju minn qafas komuni ta' valutazzjoni tar-riskju (li l-iżvilupp tiegħu ġie suġġerit mill-ESMA fir-Rakkomandazzjoni E1).

Għall-informazzjoni tal-ESMA, it-Tabella 5 tipprovdi eżempju ta' qafas għall-valutazzjoni ta' diversi opzjonijiet tat-tfassil tal-limiti tal-leverage f'termini ta' effikaċja u effiċjenza. Bħala eżempju, it-tabella tivvaluta tliet opzjonijiet ta' tfassil tal-limiti tal-leverage kostanti u tqis il-limiti ċikliċi. Dawn l-eżempji ma jirrappreżentawx sett eżawrjenti ta' opzjonijiet, u l-valutazzjoni ta' hawn taħt għandha titqies bħala eżempju ta' kif jista' jintuża l-qafas biex jiġu valutati opzjonijiet differenti ta' tfassil.

Limitu ta' "daqs wieħed għal kulħadd" jista' jkun sempliċi biex jiġi implimentat iżda jista' jkollu konsegwenzi mhux intenzjonati maġġuri. Tali limitu jista' jkun effettiv biex jillimita r-riskji sistemiċi relatati mal-leverage jekk ikun vinkolanti għall-parti l-kbira tas-settur tal-fondi ta' investiment. Madankollu, dan il-metodu jista' jkollu l-konsegwenza mhux intenzjonata li jirrendi ċerti mudelli tan-negozju mhux vijabbli, u dan jista' jkollu impatt negattiv serju fuq il-likwidità ta' prodotti differenti fis-suq finanzjarju globali. Barra minn hekk, limitu restrittiv ta' "daqs wieħed għal kulħadd" jista' jnaqqas b'mod sinifikanti l-kapaċità tas-settur li jassorbi skossi tas-suq tant li l-maniġers tal-fondi jinvestu b'mod attiv u jmorru kontra x-xejriet tas-suq. Fl-aħħarnett, minħabba li dawn il-limiti tal-leverage jistgħu jillimitaw b'mod sinifikanti l-attivitajiet tas-settur tal-fondi ta' investiment, hemm riskju li l-attivitajiet jistgħu jaqilbu għal partijiet oħra anqas regolati tas-settur finanzjarju.

Il-limiti tal-leverage ibbażati fuq it-tip u/jew il-profil tal-fond ta' investiment jistgħu jkunu strument utli għall-NCAs fuq żmien qasir sa medju. Id-distinzjoni fil-limiti tal-leverage abbażi tat-tip u/jew il-profil tal-fond ta' investiment tista' tippermetti lill-awtoritajiet li jindirizzaw b'mod effikaċi dawk il-fondi ta' investiment li jikkontribwixxu l-aktar għar-riskju sistemiku, u b'hekk jindirizzaw il-vulnerabbiltajiet strutturali tas-settur. Jistgħu jitqiesu diversi opzjonijiet għad-distinzjoni skont il-profil tal-fond ta' investiment. Pereżempju, l-awtoritajiet li jfittxu li jindirizzaw ir-riskju ta' fire sales jistgħu jikkunsidraw li jimponu limiti fuq il-fondi ta' investiment li joffru fidi fuq żmien qasir jew jinvestu f'assi inqas likwidi. Bħala eżempju ieħor, l-awtoritajiet li huma mħassba dwar il-kontaġju jistgħu jikkunsidraw li jimponu limiti tal-leverage fuq fondi ta' investiment li għandhom skoperturi kbar jew konċentrati fir-rigward ta' istituzzjonijiet

(1) Rakkomandazzjoni BERS/2013/1 tal-Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku tal-4 ta' April 2013 dwar objettivi u strumenti intermedji għall-politika makroprudenzjali (ĠU C 170, 15.6.2013, p. 1).

(2) Ara, pereżempju, ir-Rakkomandazzjoni BERS/2013/1 għal idea ġenerali tal-għanijiet intermedji u mmappjar ta' strumenti makroprudenzjali eżistenti u potenzjali.

finanzjarji oħra. L-ESMA tista' tgħin lill-awtoritajiet billi tipprovdi gwida dwar il-profilar ta' fondi ta' investiment għall-finijiet tal-valutazzjoni tar-riskju marbut mal-leverage u l-implimentazzjoni ta' limiti tal-leverage makroprudenzjali. L-awtoritajiet jistgħu wkoll jieħdu ħsieb id-differenzi fil-livelli globali tal-leverage billi jiddifferenzjaw il-limiti għal kull tip ta' fond ta' investiment. L-iżvantaġġ ta' din l-opzjoni hu li l-fondi ta' investiment jistgħu jippruvaw jilgħabu bil-limiti billi jfittxu li jiksbu klassifikazzjoni tal-fond ta' investiment aktar favorevoli [1]. L-impożizzjoni ta' kriterji għall-klassifikazzjoni ta' AIFs f'tipi ta' fondi ta' investiment tista' għalhekk tkun ġustifikata.

Tabella 5

Qafas possibbli għall-valutazzjoni ta' opzjonijiet tat-tfassil tal-limiti tal-leverage f'termini ta' effikaċja u effiċjenza

	Opzjonijiet tat-tfassil tal-limiti tal-leverage	Limiti tal-leverage kostanti			Limiti ċikliċi
		1	2	3	
		Limitu wieħed għal kulħadd	Limiti skont it-tip ta' fond	Limiti skont il-profil tal-fond	
Effikaċja	**Fire sales**	Effikaċi biex jillimitaw il-fallimenti kollha tas-suq jekk il-limitu jkun vinkolanti għal parti kbira tal-fondi bil-leverage	Effikaċi biex jillimitaw il-fallimenti kollha tas-suq jekk il-limitu jkun vinkolanti għal parti kbira tal-fondi bil-leverage	Effikaċi meta jindirizzaw fondi bil-leverage li jkollhom portafolli relattivament illikwidi u/jew termini ta' fidi qosra	L-opzjonijiet tat-tfassil 1 sa 3 jistgħu jiġu applikati b'mod li jvarja fiż-żmien. Id-disinji jista' jkollhom l-istess effett, iżda l-limiti ċikliċi tal-leverage jkunu aktar adattati biex jillimitaw l-akkumulazzjoni ta' riskji fi żmien pożittiv u l-materjalizzazzjoni tar-riskji fi żmien negattiv taċ-ċiklu finanzjarju
	L-esternalizzazzjoni tal-kontroparti u l-interkonnettività			Effikaċi meta jindirizzaw fondi bil-leverage li jkollhom rabtiet diretti qawwija ma' istituzzjonijiet finanzjarji	
	Intermedjazzjoni ta' kreditu eċċessiv			Effikaċi meta tindirizza fondi bil-leverage li jinvestu f'bonds korporattivi u self	
Effiċjenza	**Proporzjonali**	Limitu baxx jista' jirrendi t-tipi ta' fondi (jiġifieri fondi spekulattivi) mhux vijabbli, waqt li limitu għoli ma jirnexxilux jipprevjeni akkumulazzjoni ġenerali ta' leverage	Il-limiti jindirizzaw tipi ta' fondi b'leverage relattivament għoli (jiġifieri fondi spekulattivi), iżda ma jagħmlux distinzjoni bejn il-profili tar-riskju fi ħdan it-tip ta' fond	Il-limiti jindirizzaw profili differenti ġenerali ta' riskju tal-fondi kollha	Il-proporzjonalità mbagħad tiddependi fuq l-opzjoni tat-tfassil magħżula

[1] Skont id-Direttiva 2011/61/UE il-maniġers tal-fondi jistgħu jagħżlu huma t-tip ta' fond.

	Opzjonijiet tat-tfassil tal-limiti tal-leverage	Limiti tal-leverage kostanti			Limiti ċikliċi
		1	2	3	
		Limitu wieħed għal kulħadd	Limiti skont it-tip ta' fond	Limiti skont il-profil tal-fond	
	Robusta għal-logħob u l-arbitraġġ	Ebda possibbiltà għal-logħob u l-arbitraġġ	Xi possibbiltà għal-logħob u l-arbitraġġ billi l-fondi mħallta jistgħu jippruvaw jiksbu klassifikazzjoni tal-fond aktar favorevoli	Opportunitajiet ta' logħob u arbitraġġ improbabbli b'għadd żgħir ta' profili strettament definiti	Il-possibbiltà għal-logħob u l-arbitraġġ mbagħad tiddependi fuq l-opzjoni tat-tfassil magħżula
	Kumplessità tal-kalibrazzjoni	L-iżjed opzjoni faċli tat-tfassil	Relattivament sempliċi b'għadd żgħir ta' tipi ta' fondi strettament definiti	Relattivament sempliċi b'għadd żgħir ta' profili ta' fondi strettament definiti	Tirrikjedi indikatur taċ-ċiklu tal-leverage u l-kalkolu tal-kontribuzzjoni tal-fondi, ħaġa li żżid saff ta' kumplessità tal-kalibrazzjoni

Sors: Tabella 4.1 fi Van der Veer et al. (2017).

Fuq terminu itwal, jista' jiġi esplorat ukoll il-leverage ċikliku. Jista' jkun li l-awtoritajiet ikunu wkoll iridu jikkunsidraw li japplikaw ċertu tfassil tal-limitu tal-leverage (e.g. limitu ta' "daqs wieħed għal kulħadd", it-tip ta' fond jew il-profil tal-fond) b'mod ċikliku. Imqabbla mal-limiti tal-leverage kostanti, il-limiti ċikliċi jistgħu jkunu aktar adattati biex irażżnu l-akkumulazzjoni u l-materjalizzazzjoni tar-riskji fil-fażijiet pożittivi u negattivi taċ-ċiklu finanzjarju rispettivament. Fuq terminu qasir u medju, metodu ċikliku ma jkunx fattibbli, madankollu, minħabba li dan ikun jeħtieġ kalkolu għaċ-ċiklu finanzjarju u indikatur għall-kontribuzzjoni tal-fond, ħaġa li tista' żżid saff addizzjonali ta' kumplessità għal dan il-kalkolu. Meta jintuża l-istess metodu bħal dak użat għal-limiti tal-leverage skont Basel III, il-fokus, fuq perijodu ta' żmien qasir, jista' jkun fuq limiti kostanti. Il-limiti ċikliċi jistgħu jiġu esplorati ladarba l-awtoritajiet ikunu kisbu aktar esperjenza fl-użu tal-limiti kostanti.

Il-limiti tal-leverage għandhom ikunu bbażati fuq il-kalkoli tal-leverage skont id-Direttiva 2011/61/UE biex tissaħħaħ l-applikazzjoni u t-trasparenza konsistenti, u jiġi evitat l-arbitraġġ regolatorju. L-użu ta' kalkoli komuni tal-leverage jgħin lill-awtoritajiet biex jiksbu applikazzjoni konsistenti tal-limiti tal-leverage fl-Ewropa. Itejjeb ukoll it-trasparenza tal-miżura tal-politika u l-faċilità tal-implimentazzjoni tagħha. Barra minn hekk, l-użu ta' kalkoli komuni jgħin biex jillimita l-arbitraġġ regolatorju mill-maniġers tal-fondi. Waqt li wieħed jinnota l-kumplessitajiet involuti fil-kalkolu tal-leverage, l-awtoritajiet għandhom idealment jibnu fuq il-kunċetti u l-kalkoli eżistenti użati għar-rappurtar tal-leverage skont id-Direttiva 2011/61/UE.

Reviżjoni perjodika tal-limiti tal-leverage twassal għal (i) titjib ibbażat fuq l-esperjenza u (ii) allinjament ma' standards internazzjonali. Jista' jiġi argumentat li l-kalkoli tal-leverage skont id-Direttiva 2011/61/UE bħalissa mhumiex perfettament definiti, jew li l-kalkoli eventwalment mhux se jibqgħu konformi mal-istandards internazzjonali (bħal dawk żviluppati mill-IOSCO). Madankollu, vantaġġ kbir tal-użu tal-kalkoli tal-leverage skont id-Direttiva 2011/61/UE hu li titjib futur potenzjali fil-kalkolu tal-leverage jitqies awtomatikament u b'mod konsistenti jekk ikun hemm proċess regolari ta' reviżjoni. Proċess regolari ta' reviżjoni jista' wkoll jipprovdi konsistenza ma' standards internazzjonali (FSB, IOSCO). Reviżjoni perjodika tal-limitu tal-leverage tkun konformi mar-Rakkomandazzjoni BERS/2013/1. ([1])

Gwida dwar il-kriterji għall-applikazzjoni tal-limiti tal-leverage tgħin lill-NCAs biex jirrendu l-limiti tal-leverage operazzjonali. Gwida ċara ttejjeb l-applikazzjoni konsistenti fl-Ewropa u ttaffi n-nuqqas ta' azzjoni.

([1]) Ara, pereżempju, ir-Rakkomandazzjoni D ta' BERS/2013/1.

L-ESMA tista' tgħin lill-awtoritajiet biex jirrendu l-limiti tal-leverage operazzjonali billi tipprovdi gwida dwar kif l-awtoritajiet għandhom jibbilanċjaw il-kalkoli abbażi tar-regoli u l-implimentazzjoni diskrezzjonali tal-kalkoli. Għandu jintlaħaq bilanċ bejn il-faċilità tal-implimentazzjoni tal-kalkoli abbażi tar-regoli u l-flessibbiltà għall-eżerċizzju tad-diskrezzjoni.

Rakkomandazzjoni E(3) — Proċedura ta' notifika

L-ESMA għandha tiżviluppa proċedura ċara ta' notifika għal deċiżjonijiet meħuda mill-NCAs skont l-Artikolu 25 tal-AIFMD. Tali proċedura armonizzata ta' notifika tippermetti lill-NCAs li jinfurmaw lill-ESMA b'mod effiċjenti. Min-naħa l-oħra, tippermetti lill-ESMA u l-BERS janalizzaw tali notifiki b'mod effikaċi u effiċjenti.

Rakkomandazzjoni E(4) — Standards referenzjali

Għall-promozzjoni ta' livell sod, effikaċi u konsistenti tar-regolamentazzjoni u s-superviżjoni, hu rakkomandat li l-ESMA tfassal standards referenzjali għall-eżerċizzju li jagħmlu l-NCAs fir-rigward tas-setgħat tagħhom skont l-Artikolu 25 (3) tad-Direttiva 2011/61/UE. Dawn l-istandards referenzjali jistgħu, pereżempju, jipprovdu indikazzjoni taċ-ċirkostanzi fejn is-setgħat ikunu ġew eżerċitati u r-rekwiżiti imposti biex jindirizzaw sitwazzjonijiet differenti. Dan jista' jgħin biex tiġi identifikata l-aħjar prattika. L-ESMA għandha wkoll tiddiskuti r-riżultati ta' dawn l-istandards referenzjali fost il-membri tagħha u taqsam l-gharfien dwar l-azzjonijiet tal-NCA mal-awtoritajiet makroprudenzjali nazzjonali u l-BERS.

Għalkemm ir-riżultati tal-eżerċizzji fl-applikazzjoni ta' standards referenzjali mhumiex vinkolanti, jistgħu jiġu applikati minn NCAs biex jinfluwenzaw il-prattika tagħhom stess. Pereżempju, twettqu eżerċizzji ta' applikazzjoni ta' standards referenzjali fir-rigward tal-valutazzjoni mill-NCAs ta' metodi interni użati għall-kalkolu tar-rekwiżiti tal-fondi proprji mill-banek (1) u xenarji ta' pjani ta' rkupru skont id-Direttiva 2014/59/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill (2), (3). Dawn l-eżerċizzji juru l-utilità tal-applikazzjoni ta' standards referenzjali fit-tqabbil tal-prattika superviżorja, li tippromwovi l-konverġenza tagħhom u ttejjeb it-teħid tad-deċiżjonijiet fost NCAs, waqt li tinżamm id-diskrezzjoni superviżorja. Din l-applikazzjoni ta' standards referenzjali tista' tgħin ukoll biex tinfluwenza atti delegati tal-Kummissjoni skont l-Artikolu 25 (9) tad-Direttiva 2011/61/UE (prinċipji li jispeċifikaw iċ-ċirkostanzi fejn l-NCAs japplikaw is-setgħat skont l-Artikolu 25(3), waqt li jqisu l-istrateġiji differenti tal-AIFs, il-kundizzjonijiet differenti tas-suq fejn joperaw l-AIFs u l-effetti proċikliċi possibbli tal-applikazzjoni tad-dispożizzjonijiet).

II.5.2 **Effetti mhux intenzjonati**

Hemm skambju bejn il-livell tal-armonizzazzjoni u s-setgħat diskrezzjonali disponibbli għall-awtoritajiet nazzjonali kompetenti. Billi din ir-rakkomandazzjoni hi maħsuba biex tippromwovi metodu armonizzat ħalli l-Artikolu 25 isir operazzjonali, huma implikati ċerti limitazzjonijiet għas-setgħat diskrezzjonali tal-NCAs. Tabilħaqq, is-setgħa tal-ESMA li toħroġ linji gwida hi maħsuba biex tħeġġeġ il-konverġenza superviżorja. Madankollu, effett estrem jista' jkun li l-gwida tal-ESMA dwar il-qafas tal-valutazzjoni tar-riskju u t-tfassil, il-kalibrazzjoni u l-implimentazzjoni tal-limiti tal-leverage makroprudenzjali jistgħu joħolqu ostakli mhux intenzjonati fil-konfront tal-NCAs li jeżerċitaw is-setgħat diskrezzjonali tagħhom biex jimplimentaw limiti tal-leverage makroprudenzjali għal AIFs amministrati minn maniġers tal-fondi fil-ġurisdizzjoni tagħhom.

---

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

(2) Direttiva 2014/59/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-15 ta' Mejju 2014 li tistabbilixxi qafas għall-irkupru u r-riżoluzzjoni ta' istituzzjonijiet ta' kreditu u ditti ta' investiment u li temenda d-Direttiva tal-Kunsill 82/891/KEE, u d-Direttivi 2001/24/KE, 2002/47/KE, 2004/25/KE, 2005/56/KE, 2007/36/KE, 2011/35/UE, 2012/30/UE u 2013/36/UE, u r-Regolamenti (UE) Nru 1093/2010 u (UE) Nru 648/2012, tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill (ĠU L 173, 12.6.2014, p. 190).

(3) Ara r-rapport fl-indirizz https://www.eba.europa.eu/-/eba-benchmarks-approaches-on-scenarios-in-recovery-plans.

Referenzi

Bank of England (2015), *Financial Stability Report*, Issue No 38, December.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, Issue No 39, July, page 8.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, Issue No 40, November.

Bengtsson, E. (2016), "Investment funds, shadow banking and systemic risk", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 24 Issue: 1, pp.60-73.

Clerc, L., Giovannini, A., Langfield, S., Peltonen, T., Portes, R. and Scheicher, M. (2016), "Indirect contagion: the policy problem", *BERS Occasional Paper Series*, No 9, January.

Cohn, C., Milliken, D. and Jessop, S., (2016), *Number of UK property funds suspended since Brexit vote doubles*, August, disponibbli fl-indirizz http://uk.reuters.com/article/uk-britain-eu-property/number-of-uk-property-funds-suspended-since-brexit-vote-doubles-idUKKCN0ZL13H

Kumitat tar-Regolaturi Ewropej tat-Titoli (2010), "CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS", *Feedback Statement*, July.

Regolament Delegat tal-Kummissjoni (UE) Nru 231/2013 tad-19 ta' Diċembru 2012 li jissupplimenta d-Direttiva 2011/61/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill fir-rigward tal-eżenzjonijiet, kundizzjonijiet operazzjonali ġenerali, depożitarji, leverage, trasparenza u superviżjoni (ĠU L 83, 22.3.2013, p. 1).

Direttiva tal-Kummissjoni 2007/16/KE tad-19 ta' Marzu 2007 li timplimenta d-Direttiva tal-Kunsill 85/611/KEE dwar il-koordinazzjoni ta' liġijiet, regolamenti u dispożizzjonijiet amministrattivi relatati ma' intrapriżi ta' investiment kollettiv f'titoli trasferibbli (UCITS) fir-rigward tal-kjarifika ta' ċerti definizzjonijiet (ĠU L 79, 20.3.2007, p. 11).

Direttiva tal-Kummissjoni 2010/43/UE tal-1 ta' Lulju 2010 li timplimenta d-Direttiva 2009/65/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill fir-rigward tar-rekwiżiti organizzazzjonali, il-kunflitti ta' interess, il-kondotta tan-negozju, il-ġestjoni tar-riskju u l-kontenut tal-ftehim bejn depożitarju u kumpanija tal-amministrazzjoni (ĠU L 176, 10.7.2010, p. 42).

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, diskors waqt il-Konferenza konġunta tal-Kummissjoni Ewropea u l-Bank Ċentrali Ewropew dwar l-Integrazzjoni u l-Istabbiltà Finanzjarja Ewropea, Frankfurt am Main, Ġermanja, April.

Id-Direttiva 2009/65 KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tat-13 ta' Lulju 2009 dwar il-koordinazzjoni ta' liġijiet, regolamenti u dispożizzjonijiet amministrattivi relatati ma' intrapriżi ta' investiment kollettiv f'titoli trasferibbli (UCITS) (ĠU L 302, 17.11.2009, p. 32).

Id-Direttiva 2011/61/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tat-8 ta' Ġunju 2011 dwar Maniġers ta' Fondi ta' Investiment Alternattiv u li temenda d-Direttivi 2003/41/KE u 2009/65/KE u r-Regolamenti (KE) Nru 1060/2009 u (UE) Nru 1095/2010 (ĠU L 174, 1.7.2011, p. 1).

Direttiva 2014/59/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-15 ta' Mejju 2014 li tistabbilixxi qafas għall-irkupru u r-riżoluzzjoni ta' istituzzjonijiet ta' kreditu u ditti ta' investiment u li temenda d-Direttiva tal-Kunsill 82/891/KEE, u d-Direttivi 2001/24/KE, 2002/47/KE, 2004/25/KE, 2005/56/KE, 2007/36/KE, 2011/35/UE, 2012/30/UE u 2013/36/UE, u r-Regolamenti (UE) Nru 1093/2010 u (UE) Nru 648/2012, tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill (ĠU L 173, 12.6.2014, p. 190).

Id-Direttiva 2014/65/UE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-15 ta' Mejju 2014 dwar is-swieq tal-istrumenti finanzjarji u li temenda d-Direttiva 2002/92/KE u d-Direttiva 2011/61/UE (ĠU L 173, 12.6.2014, p. 349).

Awtorità Bankarja Ewropea (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, rapport, disponibbli fl-indirizz http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014

Awtorità Bankarja Ewropea (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, rapport, Diċembru, disponibbli fl-indirizz http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf

Bank Ċentrali Ewropew (2016), *Financial Stability Review*, Mejju.

Kummissjoni Ewropea (2012), *Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) — Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments*, disponibbli fl-indirizz http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm

Assoċjazzjoni Ewropea ta' Ġestjoni ta' Fondi u Assi (2017), *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017*, Diċembru.

Awtorità Ewropea tat-Titoli u s-Swieq (2014), *Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3) (d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD*, (ESMA/2014/869EN), Awwissu.

Awtorità Ewropea tat-Titoli u s-Swieq (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, No 2.

Awtorità Ewropea tat-Titoli u s-Swieq (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, ESMA/2016/596 Opinjoni, April, disponibbli fl-indirizz https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf

Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku, (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, No 1, Lulju.

Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku, (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, No 2, Mejju.

Awtorità tal-Kondotta Finanzjarja (2015), *Hedge Fund Survey*, Ġunju.

Awtorità tal-Kondotta Finanzjarja (2017), *Illiquid assets and open-ended investment funds*, Studju għad-diskussjoni (DP 17/1), Frar.

Bord għall-Istabbiltà Finanzjarja (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, Jannar.

Kunsill għas-Sorveljanza tal-Istabbiltà Finanzjarja (2016), *Update on Review of Asset Management Products and Activities*, April.

Organizzazzjoni Internazzjonali tal-Kummissjonijiet tat-Titoli (2015), *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members*. Rapport Finali, FR28/2015, Diċembru.

Organizzazzjoni Internazzjonali tal-Kummissjonijiet tat-Titoli (2017), *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management — Good Practices and Issues for Consideration*, Rapport ta' konsultazzjoni, CR05/2017, Lulju.

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

Lehecka, G. u Ubl, E. (2015), "Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer", *OeNB Financial Stability Report*, No 30, Diċembru.

Maijoor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, diskors waqt Shadow Banking Workshop tal-BERS, Frankfurt am Main, Ġermanja, Mejju.

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

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

Rakkomandazzjoni BERS/2012/1 tal-Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku tal-20 ta' Diċembru 2012 dwar fondi tas-suq monetarju (ĠU C 146, 25.5.2013, p. 1).

Rakkomandazzjoni BERS/2013/1 tal-Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku tal-4 ta' April 2013 dwar objettivi u strumenti intermedji tal-politika makroprudenzjali (ĠU C 170, 15.6.2013, p. 1).

Rakkomandazzjoni BERS/2014/1 tal-Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku tat-18 ta' Ġunju 2014 dwar gwida għall-iffissar ta' rati bafer kontroċikliċi (ĠU C 293, 2.9.2014, p. 1).

Regolament (UE) Nru 648/2012 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-4 ta' Lulju 2012 dwar derivattivi OTC, kontro-partijiet ċentrali u repożitorji tan-negozju (ĠU L 201, 27.7.2012, p. 1).

Regolament (UE) Nru 575/2013 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tas-26 ta' Ġunju 2013 dwar rekwiżiti prudenzjali għall-istituzzjonijiet ta' kreditu u d-ditti ta' investiment u li jemenda r-Regolament (UE) Nru 648/2012 (ĠU L 176, 27.6.2013, p. 1).

Regolament (UE) Nru 1073/2013 tal-Bank Ċentrali Ewropew tat-18 ta' Ottubru 2013 dwar statistika tal-attiv u l-passiv ta' fondi ta' investiment (BĊE/2013/38) (ĠU L 297, 7.11.2013, p. 73).

Regolament (UE) Nru 909/2014 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tas-23 ta' Lulju 2014 dwar it-titjib tas-saldu tat-titoli fl-Unjoni Ewropea u dwar id-depożitorji ċentrali tat-titoli u li jemeda d-Direttivi 98/26/KE u 98/26/KE u r-Regolament (UE) Nru 236/2012 (ĠU L 257, 28.8.2014, p. 1).

Regolament (UE) 2015/760 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tad-29 ta' April 2015 dwar fondi ta' investiment Ewro-pej fuq terminu twil (ĠU L 123, 19.5.2015, p. 98).

Regolament (UE) 2017/1131 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-14 ta' Ġunju 2017 dwar fondi tas-suq monetarju (ĠU L 169, 30.6.2017, p. 8).

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

Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. u 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*, Dokument Okkażjonali konġunt tal-BĊE u d-DNB.

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

Appendiċi

Tabella A1

Disponibbiltà tal-istrumenti tal-ġestjoni tal-likwidità fl-Istati Membri tal-Unjoni (Sors: 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
Limiti	LE	LE	LE	IVA	LE	LE	LE	IVA	IVA	LE	IVA	LE	LE	LE	IVA	LE	IVA	IVA	LE	IVA	LE	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	LE	LE	IVA	IVA
Side pockets	IVA	LE	LE	IVA	LE	LE	LE	IVA	IVA	LE	IVA	LE	LE	LE	IVA	LE	IVA	IVA	LE	IVA	LE	IVA	IVA	IVA	LE	LE	LE	IVA	LE	LE
Imposta kontra d-dilwizzjoni	LE	LE	LE	IVA	LE	LE	LE	IVA	LE	LE	IVA	LE	LE	LE	IVA	LE	IVA	IVA	LE	IVA	LE	LE	IVA	LE	IVA	IVA	LE	LE	LE	IVA
Tariffi tal-fidi	IVA	LE	LE	IVA	LE	IVA	LE	IVA	LE	IVA	IVA	LE	LE	LE	IVA	LE	IVA	IVA	LE	IVA	LE	LE	IVA	LE	LE	LE	LE	LE	LE	IVA
Fidi b'oġġetti	IVA	LE	LE	IVA	LE	IVA	LE	IVA	IVA	IVA	IVA	LE	IVA	LE	IVA	LE	IVA	IVA	LE	IVA	LE	IVA	IVA	LE	IVA	LE	LE	IVA	LE	IVA
Sospensjoni tal-fidi	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA
L-ipprezzar swing	IVA	LE	LE	IVA	LE	LE	LE	IVA	LE	IVA	IVA	LE	LE	LE	IVA	LE	LE	IVA	LE	IVA	LE	LE	IVA	IVA	LE	LE	LE	LE	LE	IVA
Self b'terminu qasir	IVA	LE	IVA	IVA	IVA	IVA	LE	IVA	IVA	IVA	IVA	IVA	LE	LE	IVA	IVA	IVA	IVA	LE	IVA	LE	IVA	IVA	LE	IVA	IVA	LE	IVA	IVA	IVA
Bafers tal-likwidità obbligatorji	IVA	LE	LE	LE	LE	LE	LE	LE	IVA	LE	LE	LE	LE	LE	LE	LE	LE	LE	LE	LE	LE	LE	IVA	LE	LE	LE	LE	LE	IVA	LE
Side letters	IVA	LE	LE	LE	LE	LE	LE	IVA	IVA	LE	LE	LE	LE	LE	IVA	LE	LE	IVA	LE	IVA	LE	IVA	IVA	LE	LE	LE	LE	LE	LE	IVA
Strumenti/miżuri oħra	LE	LE	LE	LE	LE	IVA	LE	LE	IVA	LE	IVA	LE	LE	LE	LE	LE	IVA	LE	LE	IVA	LE	LE	LE	LE	LE	IVA	LE	LE	LE	IVA