

Ghid

privind instrumentele de administrare a lichidităților OPCVM-urilor și a FIA de tip deschis

Cuprins

1. Domeniu de aplicare	3
2. Referințe legislative, abrevieri și definiții	4
2.1 Referințe legislative.....	4
2.2 Abrevieri.....	4
2.3 Definiții	5
3. Scop.....	5
4. Obligații de conformare și de raportare.....	6
4.1. Statutul ghidului	6
4.2. Cerințe de raportare.....	6
5. Ghid privind instrumentele de administrare a lichidităților OPCVM-urilor și a FIA de tip deschis	8
5.1 Orientări privind principiile generale.....	8
5.2 Orientări privind instrumentele de administrare a lichidităților bazate pe criterii cantitative.....	10
5.2.1 Orientări privind suspendarea subscrierilor, răscumpărilor și rambursărilor („suspendări”).....	10
5.2.2 Orientări privind limitele de răscumpărare	11
5.2.3 Orientări privind prelungirea perioadelor de preaviz.....	12
5.2.4 Orientări privind răscumpărările în natură	13
5.3 Orientări privind instrumentele anti-diluție.....	13
5.3.1 Orientări privind comisioanele de răscumpărare	14
5.3.2 Orientări privind devierea prețurilor (swing pricing)	15
5.3.3 Orientări privind sistemul dual de prețuri	16
5.3.4 Orientări privind taxa anti-diluție	16
5.4 Orientări privind conturile pentru active nelichide	17

1. Domeniu de aplicare

Cui i se aplică?

1. Prezentul ghid se aplică autorităților competente și administratorilor de fonduri.

Ce se aplică?

2. Prezentul ghid se aplică în legătură cu articolul 18a alineatul (2) din Directiva OPCVM și articolul 16 alineatele (2b) și (2c) din Directiva AFIA.

Când se aplică?

3. Prezentul ghid se aplică la data aplicării standardelor tehnice de reglementare menționate la articolul 18a alineatul (3) din Directiva OPCVM și la articolul 16 alineatul (2g) din Directiva AFIA.
4. Prin derogare de la primul paragraf, în ceea ce privește un fond existent înainte de data aplicării menționată la paragraful respectiv, prezentul ghid se aplică la 12 luni de la data respectivă.

2. Referințe legislative, abrevieri și definiții

2.1 Referințe legislative

DOPCVM	Directiva 2009/65/CE de coordonare a actelor cu putere de lege și a actelor administrative privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) ¹
Directiva AFIA	Directiva 2011/61/UE privind administratorii fondurilor de investiții alternative și de modificare a Directivelor 2003/41/CE și 2009/65/CE și a Regulamentelor (CE) nr. 1060/2009 și (UE) nr. 1095/2010 ² privind restricțiile de utilizare a anumitor substanțe periculoase în echipamentele electrice și electronice
Regulamentul ESMA	Regulamentul (UE) nr. 1095/2010 al Parlamentului European și al Consiliului din 24 noiembrie 2010 de instituire a Autorității europene de supraveghere (Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe), de modificare a Deciziei nr. 716/2009/CE și de abrogare a Deciziei 2009/77/CE a Comisiei ³

2.2 Abrevieri

OPCVM	Organism de plasament colectiv în valori mobiliare
FIA	Fond de investiții alternative
AFIA	Administrator de fonduri de investiții alternative
IAL	Instrument de administrare a lichidităților
VAN	Valoarea activului net
ADT	Instrument anti-diluție
ADL	Taxă anti-diluție

¹ JO L 302, 17.11.2009, p. 32.

² JO L 174, 1.7.2011, p. 1.

³ JO L 331, 15.12.2010, p. 84.

2.3 Definiții

administrator de fonduri	<p>a) o societate de administrare a investițiilor astfel cum este definită la articolul 2 alineatul (1) litera (b) din Directiva OPCVM;</p> <p>b) o societate de investiții care nu a desemnat o societate de administrare a investițiilor autorizată conform Directivei OPCVM menționată la articolul 30 primul paragraf din Directiva OPCVM;</p> <p>c) un AFIA astfel cum este definit la articolul 4 alineatul (1) litera (b) din Directiva AFIA, care administrează un FIA de tip deschis</p>
instrumente anti-diluție	comisioane de răscumpărare, devierea prețurilor (swing pricing), sistem dual de prețuri, taxe anti-diluție
instrumente selectate de administrare a lichidităților	de instrumentele de administrare a lichidităților selectate de administratorul fondului dintre cele incluse la punctele 2-8 din anexa IIA la Directiva OPCVM și la punctele 2-8 din anexa V la Directiva AFIA, și anume: limita de răscumpărare, prelungirea perioadelor de preaviz, comisionul de răscumpărare, devierea prețurilor (swing pricing), sistemul dual de prețuri, taxa anti-diluție, răscumpărarea în natură
circumstanțe excepționale	evenimente neprevăzute, medii operaționale sau medii de reglementare care afectează în mod semnificativ capacitatea fondului de a-și desfășura activitățile normale, ceea ce ar împiedica temporar administratorul de fonduri să-și îndeplinească obligațiile de finanțare care decurg din pasivul bilanțier

3. Scop

5. Prezentul ghid este publicat în temeiul mandatelor prevăzute în Directiva de modificare a Directivei AFIA și a Directivei OPCVM [Directiva (UE) 2024/927 a

Parlamentului European și a Consiliului 4]. Mai precis, mandatele prevăzute la articolul 18a alineatul (4) din Directiva OPCVM și la articolul 16 alineatul (2h) din Directiva AFIA prevăd că ESMA elaborează orientări privind selectarea și calibrarea de către OPCVM-uri și AFIA a instrumentelor de administrare a lichidităților pentru administrarea riscului de lichiditate și pentru atenuarea riscurilor pentru stabilitatea financiară.

6. Ghidul este elaborat și în temeiul articolului 16 alineatul (1) din Regulamentul ESMA.
7. Deși responsabilitatea principală pentru instrumentele de administrare a lichidităților revine OPCVM și AFIA, scopul prezentului ghid este de a stabili practici de supraveghere consecvente, eficiente și eficace și de a garanta aplicarea comună, uniformă și coerentă a dreptului Uniunii, în special a articolului 18a alineatul (2) din Directiva OPCVM și a articolului 16 alineatele (2b) și (2c) din Directiva AFIA în ceea ce privește selectarea, activarea și calibrarea instrumentelor de administrare a lichidităților.

4. Obligații de conformare și de raportare

4.1. Statutul ghidului

8. Conform articolului 16 alineatul (3) din Regulamentul ESMA, autoritățile competente și participanții la piețele financiare trebuie să depună toate eforturile pentru a respecta prezentul ghid.
9. Autoritățile competente cărora li se aplică ghidul trebuie să se conformeze prin includerea acestuia în cadrele lor juridice și/sau de supraveghere naționale, după caz, inclusiv în cazul în care există ghiduri specifice care vizează în principal participanții la piețele financiare. În acest caz, autoritățile competente trebuie să asigure, prin activitățile lor de supraveghere, respectarea ghidului de către participanții la piețele financiare.

4.2. Cerințe de raportare

10. În termen de două luni de la data publicării de către ESMA, autoritățile competente cărora le este adresat prezentul ghid trebuie să notifice ESMA dacă respectă sau intenționează să respecte ghidul, precizând motivele în cazul nerespectării. În lipsa

⁴ Directiva (UE) 2024/927 a Parlamentului European și a Consiliului din 13 martie 2024 de modificare a Directivelor 2011/61/UE și 2009/65/CE în ceea ce privește dispozițiile privind delegarea, administrarea riscului de lichiditate, raportarea în scopuri de supraveghere, furnizarea de servicii de depozitar și de custodie și acordarea de împrumuturi de către fondurile de investiții alternative (JO L, 2024/927, 26.3.2024).

unui răspuns până la termenul prevăzut, se consideră că autoritățile competente nu se conformează ghidului. Pe site-ul ESMA este disponibil un model de notificare.

11. Participanții la piața financiară nu sunt obligați să raporteze dacă respectă sau nu prezentul ghid.

5. Ghid privind instrumentele de administrare a lichidităților OPCVM-urilor și a FIA de tip deschis

5.1 Orientări privind principiile generale

12. Responsabilitatea principală pentru administrarea riscului de lichiditate, precum și pentru selectarea, calibrarea, activarea și dezactivarea instrumentelor de administrare a lichidităților revine în continuare administratorului de fonduri. La selectarea instrumentelor corespunzătoare de administrare a lichidităților, administratorii de fonduri trebuie să acorde atenția cuvenită faptului că instrumentele selectate de administrare a lichidităților vor permite administrarea eficientă a riscului de lichiditate al fondului atât în condiții normale de piață, cât și în condiții de criză a pieței, și că selectarea este cât mai cuprinzătoare posibil pentru a face față diferitelor circumstanțe.
13. În conformitate cu articolul 18a alineatul (2) din Directiva OPCVM și cu articolul 16 alineatul (2b) din Directiva AFIA, atunci când selectează instrumente de administrare a lichidităților din anexa IIA la Directiva OPCVM și din anexa V la Directiva AFIA, administratorii de fonduri trebuie să evalueze caracterul adecvat al instrumentelor respective ținând cont de toți factorii relevanți, inclusiv cel puțin de următoarele elemente:
- a) structura juridică a fondului și caracteristicile specifice asociate modului în care acesta este structurat (de exemplu, fonduri tranzacționate la bursă, structura de tip „master-feeder”);
 - b) strategia de investiții și politica de investiții a fondului;
 - c) condițiile de tranzacționare ale fondului, inclusiv, printre altele, durata minimă a perioadei de preaviz, perioada de restricționare, perioada de decontare, politica de răscumpărare și frecvența de tranzacționare;
 - d) profilul de lichiditate al fondului și al activelor-suport ale acestuia, inclusiv eventualele cereri de lichidități anticipate, ținând seama de răscumpărările investitorilor și de alte surse potențiale de risc de lichiditate din pasivul bilanțier al fondului (de exemplu, apeluri în marjă) în condiții normale de piață și în condiții de criză a pieței, precum și de impactul activării instrumentelor de administrare a lichidităților asupra profilului de lichiditate al fondului;
 - e) rezultatele simulărilor de criză pentru lichiditate;
 - f) caracteristicile bazei de investitori a fondului;

- g) politica de distribuție a fondului;
 - h) orice alte bariere operaționale și complexități relevante care pot avea un impact asupra fezabilității punerii în aplicare a anumitor instrumente de administrare a lichidităților.
14. Deși Directiva OPCVM și Directiva AFIA impun selectarea a cel puțin două instrumente corespunzătoare de administrare a lichidităților din listele cuprinse în anexa IIA la Directiva OPCVM și în anexa V la Directiva AFIA, administratorii pot alege să selecteze mai mult de două instrumente de administrare a lichidităților, precum și măsuri suplimentare privind lichiditatea, pentru a asigura reziliența generală a fondului și capacitatea acestuia de a-și gestiona lichiditatea atât în condiții normale de piață, cât și în condiții de criză a pieței. La selectarea unor instrumente suplimentare de administrare a lichidităților sau a unor măsuri suplimentare privind lichiditatea, administratorii de fonduri trebuie să evalueze caracterul adecvat al acestora ținând cont de toți factorii relevanți, inclusiv, cel puțin, de factorii menționați la punctul anterior.
15. La selectarea celor două instrumente minime obligatorii de administrare a lichidităților, administratorii de fonduri trebuie să ia în considerare, după caz, avantajul selectării a cel puțin unui instrument de administrare a lichidităților bazat pe criterii cantitative (de exemplu: limite de răscumpărare, prelungirea perioadei de preaviz) și a cel puțin unui instrument anti-diluție [de exemplu: comisioane de răscumpărare, devierea prețurilor (swing pricing), sistem dual de prețuri, taxe anti-diluție], ținând seama de strategia de investiții, de politica de răscumpărare și de profilul de lichiditate al fondului, precum și de condițiile de piață în care ar putea fi activat instrumentul de administrare a lichidităților. În acest context, administratorii de fonduri pot analiza dacă este cazul să selecteze un instrument de administrare a lichidităților care să fie utilizat în condiții normale de piață și un instrument de administrare a lichidităților care să fie utilizat în condiții de criză a pieței.
16. Atunci când au în vedere activarea instrumentului (instrumentelor) de administrare a lichidităților, administratorii de fonduri trebuie să analizeze dacă activează instrumentele de administrare a lichidităților în mod individual sau în combinație cu instrumente suplimentare de administrare a lichidităților sau cu alte măsuri privind lichiditatea.
17. Administratorii de fonduri trebuie să fie în măsură să demonstreze, la cererea autorității competente, că activarea și calibrarea (calibrările) instrumentelor selectate de administrare a lichidităților sunt în interesul tuturor investitorilor și sunt corespunzătoare și eficiente având în vedere condițiile de piață și caracteristicile relevante ale fondului (de exemplu: profilul de lichiditate, tipul de active-suport, baza de investitori).

18. Administratorii de fonduri trebuie să se asigure că nivelul ordinelor de subscriere și de răscumpărare primite este tratat astfel încât să se evite ca unii investitori să beneficieze de informații cu privire la probabilitatea ca instrumentele de administrare a lichidităților să fie activate (de exemplu: pot fi atinse pragurile de activare în cazul limitelor de răscumpărare).

5.2 Orientări privind instrumentele de administrare a lichidităților bazate pe criteriile cantitative

5.2.1 Orientări privind suspendarea subscrierilor, răscumpărărilor și rambursărilor („suspendări”)

19. Administratorii de fonduri trebuie să ia în considerare activarea suspendărilor numai în circumstanțe excepționale și atunci când acest lucru este justificat, având în vedere interesele investitorilor lor. O listă neexhaustivă a circumstanțelor excepționale în care un administrator de fonduri poate lua în considerare activarea suspendărilor include: dificultăți de evaluare a activelor; probleme grave de lichiditate (de exemplu: din cauza apelurilor în marjă, a retragerilor semnificative) în cazul în care executarea vânzării activelor-suport ar putea cauza probleme de lichiditate pentru fond (de exemplu: discounturi mari la vânzarea activelor, diluția semnificativă a investitorilor rămași); incidente cibernetice critice care afectează fondul, capacitatea de funcționare a administratorului de fonduri și/sau a furnizorului de servicii al fondului; închiderile neprevăzute ale piețelor, restricții privind tranzacționarea, închiderea locurilor de tranzacționare; crize financiare și/sau politice grave; identificarea unor fraude semnificative; dezastre naturale.
20. Suspendările pot include suspendarea calculului valorii activului net, în special în cazul unei evaluări incerte și în cazul în care nu se poate calcula valoarea activului net a fondului (fondurilor). În alte cazuri și ori de câte ori este posibil, administratorul de fonduri trebuie să continue evaluarea activelor din fond și să publice o valoare a activului net pentru a se asigura că investitorilor li se furnizează informații corespunzătoare, inclusiv faptul că fondul este închis pentru subscrieri, răscumpărări și rambursări.
21. Deși suspendările, în unele cazuri, pot fi activate în timp ce administratorul fondului decide dacă să lichideze fondul, administratorii fondurilor trebuie să se asigure că suspendările sunt activate numai temporar (și anume, cu scopul de a nu suspenda permanent fondul, ci de a-l redeschide, de a-l lichida sau de a activa conturile pentru active nelichide, dacă este necesar, la un anumit moment).
22. Administratorii de fonduri trebuie să aibă în vedere calibrări relevante pentru suspendări, care să includă:

- a) criteriile de evaluare și monitorizare a condițiilor care au determinat activarea acestora;
- b) criteriile pentru analizarea și eventuala revizuire a deciziei de suspendare, precum și schimbarea circumstanțelor care ar justifica acest lucru.

5.2.2 Orientări privind limitele de răscumpărare

23. Administratorii de fonduri trebuie să ia în considerare selectarea unor limite de răscumpărare pentru toate fondurile, deoarece toate activele ar putea suferi de probleme de lichiditate în condiții de criză a pieței, iar activarea acestui instrument de administrare a lichidităților poate fi utilă pentru a evita activarea suspendărilor.
24. Selectarea limitelor de răscumpărare trebuie luată în considerare în special de către:
- a) administratorii de fonduri cu o bază de investitori concentrată, în cazul cărora o răscumpărare de dimensiuni semnificative ar putea să cauzeze probleme de lichiditate fondului și să afecteze investitorii, în special pe cei rămași;
 - b) administratorii de fonduri ale căror active ar putea fi mai puțin lichide, inerent nelichide sau ar putea deveni nelichide în condiții de criză a pieței și/sau ale căror active ar putea necesita mai mult timp pentru a fi vândute.
25. Administratorii de fonduri trebuie să ia în considerare activarea limitelor de răscumpărare în cazul cererilor de răscumpărare atunci când pragul este depășit. Activarea limitelor de răscumpărare poate fi mai puțin potrivită în situația în care un fond are probleme de evaluare, caz în care administratorul poate avea în vedere utilizarea altor instrumente de administrare a lichidităților (de exemplu, suspendări împreună cu suspendarea valorii activului net).
26. Administratorii fondurilor trebuie să calibreze pragul de activare pentru a se asigura că acesta funcționează eficient, astfel încât o limită de răscumpărare să poată fi activată ori de câte ori administratorul trebuie să limiteze răscumpărările în interesul investitorilor. La calibrarea acestui prag, administratorii trebuie să țină seama în mod corespunzător de:
- a) frecvența de calcul a valorii activului net;
 - b) obiectivul de investiții al fondului;
 - c) lichiditatea activelor-suport;
 - d) condițiile actuale de piață;

- e) fluxurile de numerar preconizate.
27. Administratorii de fonduri nu trebuie să restricționeze utilizarea limitelor de răscumpărare în ceea ce privește perioada maximă în care acestea pot fi utilizate (durata maximă a limitelor de răscumpărare) sau numărul maxim de cazuri în care limitele de răscumpărare pot fi activate (utilizarea maximă a limitelor de răscumpărare), atât timp cât activarea limitei rămâne temporară. Aceste aspecte trebuie stabilite de administratorul fondului, de la caz la caz.
- 27a. Administratorii de FIA care nu au investitori de retail și care au un număr limitat de investitori profesionali trebuie să țină seama de limitele de răscumpărare la nivel de investitor, în mod individual sau în combinație cu limitele la nivel de fond, pentru a atenua avantajul primului venit.

5.2.3 Orientări privind prelungirea perioadelor de preaviz

28. Administratorii de fonduri trebuie să ia în considerare selectarea prelungirii perioadelor de preaviz pentru toate fondurile, dar, deoarece acest instrument de administrare a lichidităților oferă timp suplimentar pentru lichidarea activelor-suport, trebuie să se acorde o atenție deosebită acestui instrument de administrare a lichidităților în ceea ce privește:
- a) fondurile a căror lichiditate este deosebit de expusă la riscul de deteriorare în perioade de criză a pieței;
 - b) FIA investite în active mai puțin lichide și, în special, pentru fonduri care investesc în bunuri imobiliare și fonduri de investiții cu capital privat, care trebuie să aibă deja o frecvență de răscumpărare corespunzătoare, în conformitate cu nivelul de lichiditate al activelor lor în condiții normale de piață.
29. Administratorii de fonduri trebuie să ia în considerare activarea prelungirii perioadelor de preaviz atât în condiții normale de piață, cât și în condiții de criză a pieței, ținând seama că aceasta poate fi deosebit de utilă în anumite circumstanțe, de exemplu în cazul presiunii cererilor de răscumpărare.
30. Administratorii de fonduri trebuie să evalueze cu atenție dacă activarea prelungirii perioadelor de preaviz este corespunzătoare pentru OPCVM-uri în condiții normale de piață, ținând seama de lichiditatea activelor lor și de interesul investitorilor.
31. Pentru a evita determinarea unei creșteri a cererilor de răscumpărare, administratorii de fonduri trebuie să calibreze cu atenție durata prelungirii perioadelor de preaviz, ținând seama de timpul necesar pentru lichidarea ordonată a instrumentelor financiare suport, în interesul investitorilor.

5.2.4 Orientări privind răscumpărările în natură

32. La selectarea răscumpărilor în natură, administratorii de fonduri trebuie să ia în considerare:
- a) structura fondului;
 - b) concentrarea investitorilor;
 - c) tipurile de active și
 - d) restricțiile aplicabile utilizării răscumpărilor în natură numai pentru investitorii profesionali, în conformitate cu articolul 18a alineatul (2) din Directiva OPCVM și cu articolul 16 alineatul (2b) din Directiva AFIA.

5.3 Orientări privind instrumentele anti-diluție

33. Administratorii de fonduri trebuie să ia în considerare selectarea instrumentelor anti-diluție pentru toate tipurile de fonduri, pentru a atenua diluția semnificativă a investitorilor și avantajul potențial al primului venit.
34. Administratorii de fonduri trebuie să evalueze cu atenție diferitele niveluri pentru activarea instrumentelor anti-diluție la nivel de fond și trebuie să stabilească în prealabil și să revizuiască periodic pragurile de activare corespunzătoare și prudente, astfel încât să evite orice impact semnificativ al diluției asupra investitorilor, atât în condiții normale de piață, cât și în condiții de criză a pieței, și în funcție de strategia de investiții, de activele administrate, de dimensiune și caracteristicile portofoliului, de costul estimat al lichidității, de profilul investitorilor, de profilul de lichiditate al fiecărui fond și de fluxurile istorice de fonduri.
35. Administratorii de fonduri trebuie să țină seama de faptul că activarea instrumentelor anti-diluție poate fi mai dificilă în anumite circumstanțe, de exemplu, atunci când lichiditatea pieței este limitată și/sau în cazuri de incertitudine în ceea ce privește evaluarea. În aceste cazuri, administratorii de fonduri pot lua în considerare utilizarea altor instrumente de administrare a lichidităților pe lângă instrumentele anti-diluție (de exemplu: instrumente de administrare a lichidităților bazate pe criterii cantitative).
36. Administratorii de fonduri trebuie să se asigure că activarea instrumentelor anti-diluție nu afectează obligația administratorului fondului de a evalua toate activele în mod corect și corespunzător, în orice moment.
37. Administratorii de fonduri trebuie să activeze instrumentele anti-diluție atât în condiții normale de piață, cât și în condiții de criză a pieței, pentru a impune costurile estimate

ale lichidității pentru investitorii care investesc și/sau răscumpără. Costul estimat al lichidității trebuie:

- a) să includă costurile de tranzacție explicite pentru subscrieri, răscumpărări sau rambursări;
- b) să ia în considerare costurile de tranzacție implicite, inclusiv orice impact semnificativ al achizițiilor sau vânzărilor de active asupra pieței, numai dacă acestea sunt adecvate pentru strategia de investiții și estimate cu maxima diligență posibilă. O contribuție rezonabilă pentru estimarea impactului asupra pieței ar putea fi analizarea tranzacțiilor anterioare în condiții similare de piață pentru a compara diferența dintre prețul la momentul introducerii ordinului și prețul final executat;
- c) să se bazeze, ca punct de plecare, pe costurile asociate tranzacționării unui segment proporțional din toate activele din portofoliu (și anume, „abordarea proporțională”), cu excepția cazului în care aceasta nu reprezintă o estimare corectă a costului real al lichidității. În cazul în care abordarea proporțională nu reprezintă o estimare corectă a costului lichidității, estimarea poate fi ajustată pentru a reflecta cu mai multă precizie costul preconizat al lichidității atunci când se tranzacționează participații unice selectate din portofoliu. Administratorii pot lua în considerare utilizarea costului proporțional în perioade de criză, atunci când acest lucru este cel mai relevant pentru atenuarea impactului potențial al diluției asupra investitorilor rămași.

38. Pentru a se asigura că această calibrare a instrumentelor anti-diluție reflectă în mod eficient costurile estimate ale lichidității, conform punctului anterior, administratorul fondului trebuie să revizuiască periodic calibrarea și să o ajusteze când este necesar.

39. Administratorii de fonduri trebuie să poată demonstra, la cererea autorității naționale competente relevante, că efectuează o calibrare a instrumentelor anti-diluție echitabilă și rezonabilă atât în condiții normale de piață, cât și în condiții de criză a pieței, ținând seama de interesul investitorilor.

5.3.1 Orientări privind comisioanele de răscumpărare

40. Administratorii de fonduri pot lua în considerare selectarea unor comisioane de răscumpărare pentru toate tipurile de fonduri, însă comisioanele de răscumpărare pot fi foarte utile în ceea ce privește următoarele fonduri:

- a) fonduri care investesc în active care au costuri de tranzacție fixe, transparente și/sau previzibile, cum ar fi comisioanele de intermediere imobiliară sau onorariile

notariale, și/sau care au costuri de tranzacție cu variație redusă (de exemplu, impozite și taxe fixe pe tranzacțiile imobiliare);

- b) fonduri care sunt investite în active mai puțin lichide în cazul cărora alte instrumente anti-diluție, cum ar fi devierea prețurilor (swing pricing), ar putea fi dificil sau imposibil de pus în aplicare din cauza surselor rare și limitate de stabilire a prețurilor.

41. Atunci când calibrează intervalul prestabilit al comisioanelor de răscumpărare, administratorii de fonduri trebuie să aplice o metodologie care, dacă este statică, să permită revizuirea și ajustarea, pentru a reflecta costul mai ridicat al lichidității sau condițiile de criză a pieței.

5.3.2 Orientări privind devierea prețurilor (swing pricing)

42. Administratorii de fonduri trebuie să ia în considerare selectarea devierii prețurilor (swing pricing) pentru fondurile ale căror active-suport sunt tranzacționate activ și pentru care sunt disponibile și actualizate periodic informații privind costurile de tranzacționare (preț de cumpărare/vânzare), în special în cazul în care fondurile investesc în principal în active cu costuri ale lichidității condiționate de piață. Administratorii de fonduri trebuie să ia în considerare faptul că devierea prețurilor (swing pricing) poate fi mai puțin corespunzătoare atunci când costurile de tranzacționare nu sunt ușor accesibile.

43. Administratorii de fonduri trebuie să-și întemeieze decizia de a activa un anumit model de deviere a prețurilor (swing pricing) (și anume: integral, parțial cu un singur factor de fluctuare sau cu un factor de fluctuare secvențial) și de calibrare a factorului de fluctuare la condițiile de piață, pe baza unei metodologii stabilite de administratorul fondului.

44. Atunci când calibrează devierea prețurilor (swing pricing), administratorii de fonduri trebuie să se asigure că, având în vedere condițiile de piață și în conformitate cu principiile prevăzute la punctul 37, costul estimat al lichidității este încorporat în factorul de fluctuare, inclusiv, după caz, orice impact semnificativ al tranzacțiilor asupra pieței.

45. Administratorii de fonduri pot stabili un factor de fluctuare maxim. În cazul în care ajustarea factorului de fluctuare depășește factorul de fluctuare maxim, administratorul fondului trebuie să fie în măsură să justifice *ex post* factorul de fluctuare aplicat, dacă autoritatea competentă solicită acest lucru.

46. Administratorii de fonduri trebuie să se asigure că decizia de recalibrare a factorului de fluctuare maxim este justificată și luată în interesul investitorilor.

5.3.3 Orientări privind sistemul dual de prețuri

47. Administratorii de fonduri trebuie să considere selectarea sistemului dual de prețuri ca fiind potențial adecvată pentru fondurile care investesc îndeosebi în active ale căror costuri de lichiditate sunt reflectate în principal de o marjă între prețurile de cumpărare și cele de vânzare.
48. Deși sistemul dual de prețuri poate fi mai adecvat pentru fondurile care investesc în active ale căror costuri de lichiditate sunt formate în principal din marja dintre prețurile de cumpărare și cele de vânzare, administratorii de fonduri trebuie să contabilizeze separat, prin ajustarea suplimentară la valoarea activului net, orice impact semnificativ asupra pieței sau costuri explicite de tranzacție.

5.3.4 Orientări privind taxa anti-diluție

49. Administratorii de fonduri trebuie să considere că taxa anti-diluție este potrivită mai cu seamă pentru fonduri:
- cu o concentrare ridicată a investitorilor (adică un număr mic de investitori), pentru a contracara riscul ca unul sau mai mulți investitori să-și răscumpere integral acțiunile într-un termen scurt;
 - cu niveluri semnificative de activitate de subscriere și/sau răscumpărare care ar putea avea un impact negativ asupra investitorilor existenți ai fondului (de exemplu, fondurile mai mici în ceea ce privește valoarea activului net ar putea fi mai afectate de costul lichidității cauzat de răscumpărările mari);
 - care investesc în active mai puțin lichide (de exemplu, obligațiuni cu risc ridicat, acțiuni cu capitalizare mică);
 - pentru care informațiile privind costurile de tranzacționare (preț de cumpărare/vânzare) sunt disponibile în general (de exemplu, fonduri care investesc în active cu costuri ale lichidității condiționate de piață).
50. Administratorii de fonduri trebuie să aibă în vedere că taxa anti-diluție poate fi activată în mod continuu sau dinamic, pe baza unor factori declanșatori predefiniți și a unor praguri predefinite.
51. Deși taxa anti-diluție poate fi pusă în aplicare în mod consecvent în condiții normale de piață, administratorii de fonduri trebuie să revizuiască calibrarea acesteia în raport cu modificarea condițiilor de piață, pentru a-i asigura eficacitatea în menținerea lichidității fondului.

52. Administratorii de fonduri trebuie să calibreze taxa anti-diluție pe baza aceluiași factori utilizați pentru calibrarea factorilor de fluctuare, și anume: calibrarea taxei anti-diluție trebuie să includă toate costurile de tranzacție explicite și implicite estimate, după caz și în conformitate cu principiile prevăzute la punctul 37, și trebuie revizuită și, dacă este necesar, ajustată pentru a garanta că taxa poate evolua în mod regulat în funcție de condițiile de piață.

5.4 Orientări privind conturile pentru active nelichide

53. Administratorii de fonduri trebuie să ia în considerare activarea conturilor pentru active nelichide numai în circumstanțe excepționale și atunci când acest lucru este justificat având în vedere interesele investitorilor lor. O listă neexhaustivă a circumstanțelor excepționale în care un administrator de fonduri poate lua în considerare activarea unor conturi pentru active nelichide include:

- a) incertitudinea semnificativă în ceea ce privește evaluarea și/sau lipsa de lichiditate a unei părți specifice din portofoliul fondului pentru care nu există o piață activă și/sau pentru care tranzacționarea este interzisă (de exemplu, din cauza sancțiunilor) și/sau pentru care evaluarea justă nu este disponibilă temporar, în vederea separării acesteia de restul fondului (pentru a permite ca această parte să rămână deschisă pentru investitori);
- b) fraudă, criza financiară sau războiul care afectează un anumit sector sau o anumită regiune.

54. La calibrarea conturilor pentru active nelichide, administratorii trebuie să ia în considerare:

- a) stabilirea circumstanțelor pentru activarea unui cont pentru active nelichide și definirea situațiilor în care aceste condiții nu mai există;
- b) stabilirea criteriilor de evaluare și monitorizare a condițiilor care au determinat utilizarea contului pentru active nelichide;
- c) avantajul de a alocă o cantitate de numerar pentru a gestiona potențialele pasive ale conturilor pentru active nelichide;
- d) criteriile pentru analizarea și eventuala revizuire a deciziei privind conturile pentru active nelichide și schimbarea circumstanțelor care ar justifica acest lucru.

