



European Securities and
Markets Authority

Retningslinjer

Om likviditetsstresstests i UCITS og AIF'er





1 Indholdsfortegnelse

I. Anvendelsesområde	2
II. Henvisninger til lovgivning, forkortelser og definitioner	4
III. Formål	7
IV. Compliance og indberetningspligt	7
V. Retningslinjer om likviditetsstresstests i UCITS og AIF'er	9



I. Anvendelsesområde

Hvem?

1. Disse retningslinjer finder anvendelse på forvaltere, depositarer og nationale kompetente myndigheder.

Hvad?

2. Disse retningslinjer vedrører likviditetsstresstests i UCITS og AIF'er.
3. Med hensyn til forvaltere finder de primært anvendelse i forbindelse med artikel 16, stk. 1, i FAIF-direktivet, artikel 47 og 48 i level 2-forordningen om udbygning af FAIF-direktivet, artikel 51 i UCITS-direktivet, artikel 40, stk. 3, i UCITS-level 2-direktivet og artikel 28 i MMF-forordningen.
4. Med hensyn til depositarer finder disse retningslinjer primært anvendelse i forbindelse med artikel 21 i FAIF-direktivet, artikel 92 i level 2-forordningen om udbygning af FAIF-direktivet, artikel 22, stk. 3, i UCITS-direktivet og artikel 3 i UCITS-level 2-forordningen.
5. Disse retningslinjer finder anvendelse for UCITS og AIF'er, herunder:
 - a) ETF'er, uanset om de fungerer som UCITS eller som AIF'er¹
 - b) AIF'er af den lukkede type, der anvender gearing.
6. Retningslinjerne i afsnit V.1.1 (Udformning af likviditetsstresstestmodeller), V.1.2 (Beskrivelse af likviditetsrisici), V.1.3 (Ledelsesprincipper for likviditetsstresstests), V.1.4 (Likviditetsstresstestpolitikken), V.2 (Retningslinjer for depositarer) og pkt. 79 og 81 i afsnit V.3 (Samarbejde med de nationale kompetente myndigheder) finder anvendelse på pengemarkedsforeninger, uden at dette berører MMF-forordningen og de ESMA-retningslinjer, som udelukkende gælder for pengemarkedsforeninger², som har forrang i tilfælde af uoverensstemmelser.
7. Disse retningslinjer bør tilpasses arten, omfanget og kompleksiteten af fonden. Endvidere overlapper spørgsmålet om likviditetsstresstests naturligt med andre aspekter af likviditetsstyring i fonde, såsom styring af likvide og mindre likvide aktiver, diversificering og gennemførelsesforanstaltninger såsom værktøjer for yderligere ex post-likviditetsstyring. Disse retningslinjer har ikke til formål at give omfattende

¹ For klarhedens skyld finder de gældende retningslinjer for UCITS, der modtager sikkerhedsstillelse i henhold til [retningslinjer om børshandlede fonde \(ETF'er\) og andre forhold relateret til investeringsinstitutter \(UCITS\) \(ESMA 2014/937\)](#) anvendelse. I pkt. 45 i ESMA's "Retningslinjer om børshandlede fonde (ETF'er) og andre forhold relateret til investeringsinstitutter (UCITS)" fastsættes det, at "[e]n UCITS, der modtager sikkerheder for mindst 30 % af sine aktiver, bør have en passende politik for stresstests for at sikre, at der gennemføres regelmæssige stresstests under normale og exceptionelle likviditetsforhold for at sætte UCITS'en i stand til at vurdere den likviditetsrisiko, der er forbundet med sikkerheden". Denne foranstaltning er specifik for de omstændigheder, der gælder for sådanne UCITS, mens retningslinjerne for likviditetsstresstests skal give vejledning om likviditetsstresstests i investeringsfonde generelt, og alle UCITS bør tage højde for disse.

² Som f.eks. de ESMA-retningslinjer, som fastsætter de fælles referenceparametre for de stresstestscenarier, der skal indgå i stresstests udført af forvaltere af pengemarkedsforeninger (aktuelt "[ESMA34-49-115](#)")



retningslinjer for likviditetsstyrings spørgsmål uden for rammerne af likviditetsstresstests.

Hvornår?

8. Disse retningslinjer finder anvendelse fra den 30. september 2020.



II. Henvisninger til lovgivning, forkortelser og definitioner

Henvisninger til lovgivning

<i>UCITS-direktivet</i>	Direktiv 2009/65/EF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) ³ .
UCITS-level 2-direktivet	Kommissionens direktiv 2010/43/EU om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF for så vidt angår organisatoriske krav, interessekonflikter, god forretningsskik, risikostyring og indholdet af aftalen mellem en depositar og et administrationsselskab ⁴ .
<i>FAIF-direktivet</i>	Direktiv 2011/61/EU om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF samt forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010 ⁵ .
<i>Level 2-forordningen om udbygning af FAIF-direktivet</i>	Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 231/2013 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU for så vidt angår undtagelser, generelle vilkår for drift, depositarer, gearing, gennemsigtighed og tilsyn.
<i>Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/438</i>	Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/438 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF for så vidt angår depositarers forpligtelser ⁶ .
<i>MMF-forordningen</i>	Forordning (EU) 2017/1131 om pengemarkedsforeninger ⁷ .
<i>ESMA-forordningen</i>	Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1095/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed), om ændring af afgørelse nr. 716/2009/EF og om ophævelse af Kommissionens afgørelse 2009/77/EF ⁸ .

³ EUT L 302 af 17.11.2009, s. 32-96

⁴ EUT L 176 af 10.7.2010, s. 42-61

⁵ EUT L 174 af 1.7.2011, s. 1

⁶ EUT L 78 af 24.3.2016, s. 11-30

⁷ EUT L 169 af 30.6.2017, s. 46-127

⁸ EUT L 331 af 15.12.2010, s. 84.

Forkortelser

<i>AIF</i>	Alternativ investeringsfond
<i>AIF RMP</i>	FAIF'ens risikostyringspolitik
<i>FAIF</i>	Forvalter af alternativ investeringsfond
<i>a-LMT</i>	Værktøj for yderligere likviditetsstyring
<i>ETF</i>	Børshandlet fond
<i>ESMA</i>	Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed
<i>ESRB</i>	Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici
<i>EU</i>	Den Europæiske Union
<i>FoF</i>	Fund of funds
<i>FSB</i>	Rådet for Finansiell Stabilitet
<i>FX</i>	Udenlandsk valuta
<i>LST</i>	Likviditetsstresstests
<i>MMF</i>	Pengemarkedsforening
<i>NCA</i>	National kompetent myndighed
<i>RCR</i>	Indløsningsdækningsgrad
<i>RST</i>	Omvendte stresstests
<i>UCITS</i>	Institut for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitut)
<i>UCITS RMP</i>	Risikostyringsproces for UCITS

Definitioner

<i>AIF af den lukkede type</i>	En AIF, som ikke er af den åbne type, dvs. en AIF, der opfylder kriterierne i artikel 1, stk. 2, i Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 694/2014 ⁹
<i>Depositær</i>	Depositær i en UCITS eller AIF
<i>Værktøj for yderligere ex post-likviditetsstyring</i>	Værktøj/foranstaltninger, der anvendes af forvaltere i undtagelsestilfælde for at kontrollere eller begrænse transaktioner i andele/kapitalandele i investorernes interesse, herunder, men ikke begrænset til suspension af handel med værdipapirer, udsættelse af handel og "side-pocketing"
<i>Brandudsalgspris</i>	Realisering af et aktiv til en pris væsentligt lavere end fair value
<i>Fond</i>	En UCITS eller AIF
<i>Realiseringsomkostninger</i>	De omkostninger, som sælger af et aktiv betaler for rettidig udførelse af en given transaktion af likviditetshensyn
<i>Likviditetsrisiko</i>	Risikoen for, at en position i fonden ikke kan sælges, realiseres eller afvikles med begrænsede omkostninger for til enhver tid at overholde forpligtelser til at indløse andele/kapitalandele
<i>Likviditetsstresstests</i>	Et risikostyringsværktøj inden for de overordnede rammer for likviditetsrisikostyring, som er opstillet for en forvalter, som simulerer en række forhold, herunder: normale og stressede (dvs. ekstreme, usandsynlige eller ugunstige) plausible forhold, med henblik på at vurdere deres potentielle indvirkning på finansieringen (forpligtelserne), aktiverne, den overordnede likviditet af en fond og den nødvendige opfølgning
<i>Forvalter</i>	a) For en UCITS er denne UCITS-administrationsselskabet og for en selvstyret UCITS er det UCITS-investeringselskabet. b) For en AIF er det FAIF'en eller en selvforvaltende AIF.

⁹ EUT L 183 af 24.6.2014, s. 18.



c) For en pengemarkedsforening er det forvalteren af en pengemarkedsforening.

Indløsningsdækningsgrad	Et mål for en fonds aktivers evne til at opfylde fremtidige forpligtelser på balancens forpligtelsesside såsom et indløsningschok
Omvendt stresstest	En stresstest på fondsniveau, som tager udgangspunkt i identificeringen af det foruddefinerede udfald med hensyn til fondens likviditet (f.eks. det punkt, hvor fonden ikke længere er tilstrækkelig likvid til at kunne imødekomme krav om at indløse andele), hvorefter scenarier og omstændigheder, som kan forårsage dette, undersøges
Særlige ordninger	Særlige typer af værktøjer for yderligere ex post-likviditetsstyring, som nogle AIF'er råder over, og som påvirker investorernes indløsningsrettigheder, som f.eks. "side pockets" eller "gates"
<i>Tidshorisont for realisering</i>	En tilgang, hvor forvalteren vurderer den mængde aktiver, som kan realiseres til en acceptabel pris med en given tidshorisont

III. Formål

- Disse retningslinjer er baseret på artikel 16, stk. 1, i ESMA-forordningen. Formålet med disse retningslinjer er at fastlægge et sammenhængende, formålstjenligt og effektivt tilsyn inden for Det Europæiske Finanstilsynssystem og sikre en fælles, ensartet og sammenhængende anvendelse af EU-retten. Formålet er navnlig at øge standarden, konsistensen og i visse tilfælde hyppigheden af de likviditetsstresstests, der allerede er iværksat, og fremme konvergent tilsyn med likviditetsstresstests hos de nationale kompetente myndigheder.

IV. Compliance og indberetningspligt

Status for disse retningslinjer

- I henhold til artikel 16, stk. 3, i ESMA-forordningen skal de nationale kompetente myndigheder og deltagerne på det finansielle marked bestræbe sig bedst muligt på at efterleve disse retningslinjer.
- De kompetente myndigheder, som disse retningslinjer gælder for, bør efterleve dem ved at indarbejde dem i deres tilsynspraksis, herunder også når særlige retningslinjer primært er rettet mod deltagere på de finansielle markeder. I dette tilfælde bør de



kompetente myndigheder gennem deres tilsyn sikre, at deltagerne på det finansielle marked efterkommer retningslinjerne.

Indberetningskrav

12. De kompetente myndigheder, som disse retningslinjer finder anvendelse på, skal senest to måneder efter datoen for offentliggørelsen af retningslinjerne på ESMA's websted på alle officielle EU-sprog underrette ESMA om, hvorvidt de i) efterlever eller ii) ikke efterlever dem, men har til hensigt at efterleve dem, eller iii) ikke efterlever og ikke har til hensigt at efterleve dem.
13. I tilfælde af manglende overholdelse skal de kompetente myndigheder også underrette ESMA senest to måneder efter datoen for offentliggørelsen af retningslinjerne på ESMA's websted på alle officielle EU-sprog om årsagerne til, at de ikke har efterlevet retningslinjerne.
14. En formular til meddelelser er tilgængelig på ESMA's websted. Når meddelelsesformularen er udfyldt, skal den sendes til ESMA.
15. Deltagere på det finansielle marked er ikke forpligtede til at meddele, om de følger retningslinjerne.

V. Retningslinjer om likviditetsstresstests i UCITS og AIF'er

V.1 Retningslinjer for forvaltere

V.1.1 Udformningen af likviditetsstresstestmodellerne

16. Ved udformningen af likviditetsstresstestmodeller bør forvalterne overveje følgende:

- a de risikofaktorer, som kan påvirke fondens likviditet
- b de typer af scenarier, der skal anvendes, og deres alvorsgrad
- c forskellige outputs og indikatorer, som skal overvåges på grundlag af resultaterne af likviditetsstresstesten
- d indberetning af resultater, outputs og indikatorer i forbindelse med likviditetsstresstests til ledelsen og
- e hvordan resultaterne af likviditetsstresstests bruges til risikostyring og porteføljeforvaltning og af den øverste ledelse.

17. En forvalter bør sikre, at likviditetsstresstests tilvejebringer information, der muliggør opfølgning.

V.1.2 Forståelse af likviditetsrisici

18. En forvalter bør have en stærk forståelse af de likviditetsrisici, som aktiver og forpligtelser i fondens balance kan medføre, og af fondens overordnede likviditetsprofil med henblik på at anvende likviditetsstresstests, som er passende for den fond, der forvaltes.

19. En forvalter bør finde en balance ved at anvende en likviditetsstresstest, som:

- a. er tilstrækkeligt fokuseret, er specifik for fonden og fremhæver de væsentligste likviditetsrisikofaktorer og
- b. anvender et tilstrækkeligt udvalg af scenarier, som på passende vis afspejler spredningen af fondens risici.

V.1.3 Ledelsesprincipper for likviditetsstresstests

20. Likviditetsstresstests bør integreres og indarbejdes ordentligt i fondens risikostyringsrammer og understøtte likviditetsstyringen. Likviditetsstresstests bør være underlagt passende ledelse og tilsyn, herunder passende rapporterings- og eskaleringsprocedurer.

21. Likviditetsstresstests bør udføres under forhold, som ligner dem, der gælder for andre risikostyringsoperationer underlagt myndighedskrav om uafhængighed, herunder kravet om, at risikostyringspersonale skal handle uafhængigt af andre funktioner såsom porteføljeforvaltning. Ikke desto mindre bør der i ledelsesstrukturen tages højde for spørgsmålet om, hvordan udfaldet af likviditetsstresstests tages under overvejelse af porteføljeforvaltningsfunktionen i forbindelse med forvaltningen af fonden.
22. Såfremt forvalteren uddelegerer porteføljeforvaltningsopgaver til en tredjepart, bør der navnlig tages højde for kravet om uafhængighed for at undgå afhængighed af eller påvirkning fra tredjepartens egne likviditetsstresstests.
23. Organisatoriske krav omfatter kravet om effektiv håndtering af interessekonflikter som følge af operationalisering af likviditetsstresstests. Disse interessekonflikter omfatter følgende:
 - a. at give andre parter såsom porteføljeforvaltningspersonale (herunder porteføljeforvaltere fra særskilte juridiske enheder) mulighed for at udøve utilbørlig påvirkning af udførelsen af likviditetsstresstests, herunder ved at påberåbe sig domme vedrørende aktivlikviditet og
 - b. forvaltning af information om resultaterne af stresstests. Hvis information deles med en kunde, bør det sikres, at dette ikke ville være i strid med forvalterens forpligtelse til at behandle alle investorer retfærdigt i måden, den informerer om fonden på.

V.1.4 Likviditetsstresstestpolitikken

24. **Likviditetsstresstests bør dokumenteres ved hjælp af en likviditetsstresstestpolitik inden for risikostyringsprocessen for en UCITS eller AIF, hvilket bør medføre, at forvalteren underkastes en forpligtelse til løbende at gennemgå og, om nødvendigt, tilpasse likviditetsstresstestene efter behov. Likviditetsstresstestpolitikken bør som minimum omfatte følgende:**
 - a. **en klar definition af den øverste ledelses rolle i processen, herunder styrelsesorganet (f.eks. bestyrelsen)**
 - b. **dens interne ejerskab og hvilke(n) ledelsesfunktion(er) der er ansvarlig(e) for dens resultater**
 - c. **dens vekselvirkning med andre procedurer til likviditetsrisikostyring, herunder forvalterens beredskabsplaner og porteføljeforvaltningsfunktionen**
 - d. **et krav om løbende intern rapportering af resultater af likviditetsstresstests med angivelse af hyppighed og modtagere af rapporten**
 - e. **periodisk gennemgang, dokumentation af resultaterne og en procedure for ændring af politikken, hvor dette kræves i henhold til gennemgangen**

- f. de forhold, der kræver eskalering, herunder når likviditetsgrænser/tærskler overskrides
- g. de fonde, som er genstand for likviditetsstresstests
- h. indledende validering af likviditetsstresstestmodellerne og de antagelser, der ligger til grund herfor, som bør udføres uafhængigt af porteføljevaltningen, men ikke nødvendigvis af en ekstern enhed/person
- i. typerne og alvorsgraden af de anvendte stresstestscenarier og årsagerne til at vælge disse scenarier
- j. de til grund liggende antagelser vedrørende datatilgængelighed for scenarierne, deres rationale og hvor ofte de tages op til fornyet overvejelse
- k. hyppigheden af de udførte likviditetsstresstests og årsagerne til at vælge denne hyppighed og
- l. metoderne til at realisere aktiver, herunder de anvendte begrænsninger og de til grund liggende antagelser.

V.1.5 Hyppighed af likviditetsstresstests

25. Likviditetsstresstests bør som minimum udføres årligt og, hvor det er relevant, anvendes på alle trin i en fonds livscyklus. Det anbefales at anvende likviditetsstresstests kvartalsvist eller hyppigere. Fastlæggelsen af en højere eller lavere hyppighed bør afhænge af fondens beskaffenhed, og årsagerne til en sådan fastlæggelse bør indføres i likviditetsstresstestpolitikken. Der er her mulighed for fleksibilitet afhængigt af fondens art, omfang og kompleksitet og likviditetsprofil.
26. Ved fastlæggelse af en passende hyppighed bør forvalterne tage højde for følgende:
- a. Fondens likviditet som bestemt af forvalteren og eventuelle ændringer i aktivernes likviditet.
 - b. Forvalterne bør tilpasse hyppigheden til den enkelte fond snarere end anvende en universaltilgang til alle fonde, de håndterer.
 - c. Instrumentets art (lukket eller åben type), indløsningspolitikken og likviditetsstyringsværktøjer som "gates" eller "side pockets" kan være yderligere faktorer, som skal tages i betragtning, når der skal fastlægges en passende hyppighed af likviditetsstresstestene.
27. Forvalterne bør tage højde for de faktorer, som er beskrevet i tabellen nedenfor, ved fastlæggelse af en passende hyppighed af likviditetsstresstests:

Anbefalet hyppighed af likviditetsstresstests	<ul style="list-style-type: none"> • Kvartalsvist, medmindre fonden er af en beskaffenhed, der berettiger en højere eller lavere hyppighed. Begrundelsen bør indføres i likviditetsstresstestpolitikken.
Faktorer, som kan <u>øge</u> hyppigheden af regelmæssige likviditetsstresstests	<ul style="list-style-type: none"> • Hyppigere transaktioner med andele. • Øget risiko som følge af forpligtelser, såsom et koncentreret investorgrundlag. • Kompleks investeringsstrategi (f.eks. omfattende brug af derivater). • Mindre likvid aktivmasse. • Kommende begivenhed, som kan have en negativ indvirkning på fondens likviditet.
Faktorer, som kan <u>reducere</u> hyppigheden af regelmæssige likviditetsstresstests	<ul style="list-style-type: none"> • En meget likvid aktivmasse. • Mindre hyppige transaktioner med fondens andele.
Anbefalet anvendelse af ad hoc-likviditetsstresstests	<ul style="list-style-type: none"> • Der bør hurtigst muligt foretages ad hoc-likviditetsstresstests, hvis forvalteren konstaterer en væsentlig risiko for fondens likviditet, som skal håndteres hurtigt.

V.1.6 Anvendelsen af udfaldene af likviditetsstresstest

28. Likviditetsstresstests bør give udfald, der:

- er med til at sikre, at fonden er tilstrækkeligt likvid som krævet i henhold til de gældende regler og indløsningsvilkår, der fremgår af dokumentation om fonden
- styrker forvalterens evne til at forvalte fondens likviditet i investorernes interesse, herunder til at tage højde for perioder med forhøjet likviditetsrisiko
- er med til at afdække potentielle likviditetssvagheder i en investeringsstrategi og understøtter investeringsbeslutningstagningen og
- understøtter risikostyringstilsynet og beslutningstagningen, herunder ved at forvalteren fastlægger relevante interne grænser for fondens likviditet som et yderligere risikostyringsværktøj. Dette kan omfatte en sikring af, at resultaterne af likviditetsstresstests kan måles via et sammenligneligt parameter, såsom en indikator for væsentlige risici.

29. Likviditetsstresstests bør hjælpe forvalteren med at forberede en fond på en krise og med den mere generelle beredskabsplanlægning. Beredskabsplanlægningen kan indebære, at forvalteren planlægger at anvende værktøjer for yderligere ex post-likviditetsstyring på fonden.

V.1.7 Tilpasning af likviditetsstresstests til hver enkelte fond

30. Likviditetsstresstests bør tilpasses hver enkelte fond, herunder ved at tilpasse:

- a. hyppigheden af likviditetsstresstests**
- b. typen og alvorsgraden af de scenarier, der anvendes til at skabe stressede forhold, som altid bør være tilstrækkeligt alvorlige, men troværdige, og bør baseres på de likviditetsrisici, som skyldes aktiver og forpligtelser i fondens balance samt dens overordnede likviditetsprofil**
- c. antagelserne om investorernes adfærd (brutto- og nettoindløsninger) og realisering af aktiver**
- d. kompleksiteten af likviditetsstresstestmodellen, som bør tage højde for kompleksiteten af fondens investeringsstrategi, porteføljesammensætning, likviditetsstyringsværktøjer og brug af effektive porteføljeoplysningsmetoder og**
- e. for en ETF, de særlige kendetegn ved ETF'er, f.eks. ved at tage højde for den rolle, som bemyndigede deltagere, indløsningsmodeller og reproducérbare modeller spiller.**

V.1.8 Scenarier for likviditetsstresstests

31. Likviditetsstresstests bør anvende hypotetiske og historiske scenarier og i givet fald omvendte stresstests. Likviditetsstresstests bør ikke være for afhængige af historiske data, da fremtidige stresssituationer kan afvige fra tidligere.

32. Historiske scenarier for likviditetsstresstests kan omfatte den globale finanskrisen i 2008-2010 eller den europæiske gældskrise i 2010-2012. Hypotetiske scenarier kan omfatte stigende renter, større kreditspænd eller politiske begivenheder.

33. Forvaltere, der anvender omvendte stresstests, bør simulere, at aktiverne realiseres på en måde, der afspejler, hvordan forvalteren ville realisere aktiverne i en periode med ekstraordinær markedsstress. Ved omvendte stresstests bør der tages højde for behandlingen af resterende såvel som indløsende andelshavere samt den rolle, som transaktionsomkostninger spiller, og om brandudsalgsspriser ville blive accepteret.

34. For fonde med investeringsstrategier, der medfører eksponering for risici med lav sandsynlighed og potentielt stor indvirkning, bør der i særlig grad tages højde for anvendelsen af omvendte stresstests til at vurdere konsekvenserne af en ekstrem markedsbegivenhed for likviditetsprofilen.

35. Omvendte stresstests kan anvendes til at fastslå, om der skal træffes foranstaltninger til at sikre, at fonden er tilstrækkeligt likvid, eller om et sådant tilfælde er en undtagelse og dermed tilstrækkeligt til at indføre suspension i overensstemmelse med de gældende regler. I tilfælde af UCITS er "undtagelsestilfælde" defineret i artikel 84, stk. 2, i UCITS-direktivet, gældende nationale regler og fondsprospektet eller fondsbestemmelserne.
36. En AIF kan også anvende omvendte stresstests til at simulere det niveau af aktiver, som kan realiseres, inden den indfører de "særlige ordninger", som er tilladt i henhold dens indløsningspolitik og nationale regler.¹⁰

V.1.9 Datatilgængelighed

37. **Likviditetsstresstests bør vise, at en forvalter er i stand til at overvinde begrænsninger angående datatilgængelighed, herunder ved at:**
- a. undgå optimistiske antagelser**
 - b. begrunde afhængighed af tredjeparters likviditetsstresstestmodeller, herunder hvor modellen udvikles af en tredjeparts porteføljeforvalter og**
 - c. foretage en kvalitativ ekspertvurdering.**
38. Forvalterne bør navnlig tilpasse deres tilgang, hvis dataene er begrænsede, og eventuelle antagelser, der ligger til grund, bør gennemgås behørigt.
39. Passende reduktioner i aktivernes likviditet bør simuleres, når der forekommer både normale og stressede markedsforhold, navnlig hvor historiske data ikke giver tilstrækkeligt alvorlige eksempler på stressede forhold. Det bør ikke antages, at porteføljen kan realiseres til det fulde gennemsnitlige daglige handelsvolumen af et aktiv, medmindre der er empiriske beviser for en sådan antagelse.

V.1.10 Produktudvikling

40. **I forbindelse med produktudvikling bør en forvalter af en fond, som kræver tilladelse fra en national kompetent myndighed:**
- a. kunne påvise over for den nationale kompetente myndighed, at vigtige elementer af fonden, herunder dens strategi og transaktionshyppighed, betyder, at den er tilstrækkelig likvid under normale og stressede forhold, og**
 - b. hvor det er relevant foretage likviditetsstresstests på aktivsiden (ved hjælp af en modelportefølje) samt på forpligtelsessiden under inkorporering af**

¹⁰ Betragtning 59 i level 2-forordningen om udbygning af FAIF-direktivet (EU) nr. 231/2013.

den forventede investorprofil fra både et tidligt og et sent tidspunkt i fondens eksistens.

41. Likviditetsstresstests kan også anvendes ved fondens lancering for at hjælpe med at afdække faktorer, som er væsentlige for fondens fremtidige risikostyring. For eksempel: kvantificering af fondens følsomhed over for likviditetsrisici, afdækning af faktorer, der påvirker likviditetsrisikoen, bestemmelse af mål/indikatorer for væsentlige risici til overvågning af likviditetsrisikoen fremadrettet, hyppigheden af risikostyring og vurdering af potentielle værktøjer for yderligere ex post-likviditetsstyring eller særlige ordninger, der skal medtages i prospektet eller fondsbestemmelserne.

V.1.11 Stresstests af fondens aktiver for at bestemme virkningen på fondens likviditet

42. Likviditetsstresstests bør sætte forvalteren i stand til at vurdere ikke blot den tid og/eller de omkostninger, der kræves for at realisere aktiver i en portefølje, men også om en sådan aktivitet ville være tilladt under hensyntagen til:

- a. fondens formål og investeringspolitik**
- b. forpligtelsen til at forvaltningen af fonden er i investorernes interesse**
- c. enhver gældende forpligtelse til at realisere aktiver med begrænsede omkostninger og**
- d. forpligtelsen til at opretholde fondens risikoprofil efter realisering af en del af aktiverne.**

43. Realiseringsomkostninger og tidshorisont for realisering er de to væsentligste fremgangsmåder, der typisk anvendes af forvaltere til at simulere aktivlikviditet under normale og stressede forhold. Forvalterne bør anvende den metode, der passer til den enkelte fond. Andre tilgange kan tilpasses til fonden.

44. Realiseringsomkostninger afhænger af aktivtypen, realiseringshorisonten og størrelsen af transaktionen/ordren. Forvalterne bør overveje disse tre faktorer, når de vurderer realiseringsomkostningerne for deres aktiver under normale og stressede forhold.

45. Forvalterne bør overveje et betydeligt antal forskellige stressede markedsforhold, når de vurderer realiseringsomkostninger og tidshorisont for realisering under stressede forhold, som typisk er kendetegnet ved højere volatilitet, lavere likviditet (f.eks. højere kursspænd) og længere tidshorisont for realisering (afhængigt af aktivklasse). I denne forbindelse bør forvalterne ikke blot henvise til historiske observationer af stressede markeder.

46. En forvalter bør vælge metoden til at realisere aktiver i en likviditetsstresstest under hensyntagen til aktiver og forpligtelser samt fondens indløsningsvilkår. Forvalteren bør

også være opmærksom på metodens begrænsninger og foretage konservative justeringer i sin generelle likviditetsrisikostyring for at mindske disse begrænsninger.

47. Metoden til realisering af aktiver i en likviditetsstresstest bør:

- a. afspejle, hvordan en forvalter vil realisere aktiver under normale og stressede forhold i overensstemmelse med gældende regler, enten lovkrav (i henhold til UCITS-direktivet) eller begrænsninger, som er specifikke for fonden, og som er indarbejdet i prospektet eller fondsbestemmelserne
- b. sikre, at den model, der anvendes på fonden, er og forbliver i overensstemmelse med fondens formål og investeringspolitik og fondsbestemmelser
- c. afspejle, at fonden forvaltes i alle investorers interesse, både dem, der indløser, og de resterende
- d. overholde fondens gældende forpligtelser til at fastholde den risikoprofil, som fremgår af fondsdokumentationen
- e. afspejles i likviditetsstresstestpolitikken
- f. hvor det er relevant, tage højde for de potentielle negative virkninger for andre investorer eller for markedets overordnede integritet.

48. Forvaltere bør navnlig være opmærksomme på scenarier med lav sandsynlighed og stor indvirkning, herunder de potentielle vanskeligheder ved at prissætte mindre likvide aktiver pålideligt i en periode med markedsstress.

V.1.12 Stresstest af fondsforpligtelser for at fastslå virkningen for fondens likviditet

49. Likviditetsstresstests bør omfatte scenarier vedrørende fondens forpligtelser, herunder både indløsninger og andre potentielle kilder til likviditetsrisiko på forpligtelsessiden i balancen.

50. Likviditetsstresstests bør omfatte risikofaktorer i forbindelse med investortype og -koncentration, alt efter arten, omfanget og kompleksiteten af fonden.

51. Indløsningskrav er den mest almindelige og typisk den vigtigste kilde til likviditetsrisiko for investeringsfonde. Derudover kan forskellige typer af forpligtelser på en fonds balance have forskellig indvirkning på fondens likviditet, alt efter fonden. Særlige ordninger eller værktøjer for yderligere likviditetsstyring kan også overvejes i forbindelse med styring af forpligtelsesrisici.

52. Under normale forhold kan forvalterne overvåge den historiske udstrømning (gennemsnit og tendenser over tid), gennemsnitlige indløsninger i konkurrerende fonde

og information fra distributionsnetværk om indløsningsprognoser. Forvalterne bør sikre, at tidsrækken er tilstrækkelig lang til på rimelig vis at afspejle "normale" forhold.

53. Eksempler på scenarier med stressede forhold er historiske tendenser, historiske begivenheder, samtidige tendenser hos konkurrerende fonde, hypotetiske/begivenhedsbaserede scenarier og omvendte stresstests.
54. Afhængigt af tilgængeligheden af mere opdelte historiske data, der dækker indløsninger for hver enkelt investortype, og øvrig information om en fonds specifikke fordeling kan forvalterne også simulere indløsningskrav for forskellige typer af investorer.
55. Forvalteren bør tage højde for, i hvilket omfang variabler som følge af yderligere faktorer såsom investoradfærd kan eller bør indarbejdes i deres scenarier i likviditetsstresstestmodellen. Beslutningen om opdeling, analysedybde og brug af data afhænger af nødvendighed og proportionalitet. Forvaltere bør forstå de potentielle risici i forbindelse med fondens investorgrundlag og være i stand til at påvise, at disse risici er en væsentlig faktor i en fonds løbende likviditetsrisikostyring.
56. Tabellen nedenfor giver eksempler på faktorer vedrørende investoradfærd, som kan inkorporeres i likviditetsstresstestmodellen:

Faktor	Eksempler på potentiel likviditetsrisiko	Eksempler på potentiel inkorporering i likviditetsstresstests
Investorkategori	Indløsningsrisiko kan variere, alt efter investortype. For eksempel kan sandsynligheden for indløsning under stressede forhold kategoriseres efter, om investorerne er formueforvaltere, pensionsordninger, direkte private investorer eller andre UCITS eller AIF'er.	Baseret på forvalterens viden om og erfaring med deres kunder kan likviditetsstresstestmodellen f.eks. simulere funds of funds, der udgør en større indløsningsrisiko end andre typer af investorer, og simulere, at de først trækker sig ud af fonden
Investorkoncentration	En eller flere investorer kan eje en væsentligt større andel af fonden end andre, hvilket medfører en særlig risiko for fondens likviditet, hvis investorerne indløser.	Forvalteren kan bruge en model, hvor en eller flere af de største investorer indløser samtidig fra fonden over en bestemt periode ¹¹ .

¹¹ Denne øvelse kan have begrænset nytteværdi, hvis fonden kun har én institutionel investor, der samarbejder med forvalteren om intentioner om at tegne og indløse andele.

<p>Investorplacering</p>	<p>Investorer i forskellige regioner eller lande kan udgøre en særskilt indløsningsrisiko på grund af idiosynkratiske faktorer knyttet til de politiske, økonomiske eller andre faktorer vedrørende deres placering. For eksempel kan investorer i en region, som er underlagt forskellige monetære politikker, udgøre en særskilt indløsningsrisiko i perioder, hvor der sker ændringer i udenlandsk valuta og/eller renter. Politiske og/eller økonomiske risici kan også foranledige investorer i andre regioner eller lande til at indløse.</p>	<p>Forvalteren kan simulere, at en væsentlig andel af investorerne i et bestemt land indløser over en given tidsperiode først.</p>
<p>Investorstrategi</p>	<p>Mange investorstrategier er langsigtede og under alle omstændigheder svære at dissekere, men nogle investorer følger bestemte formularer eller foruddefinerede strategier, som kan udgøre en særlig indløsningsrisiko, hvis markedsforholdene ændrer sig. Nogle fonde søger f.eks. udtrykkeligt at ramme et risikoniveau målt på volatilitet. De kendes som sådan på deres navne og erklærede investeringsmål. Sådanne fonde søger ofte at risikoreducere i volatile perioder og kan udgøre en øget indløsningsrisiko i perioder med volatilitet i bestemte aktivklasser. Hvis fonde, der anvender formularer eller foruddefinerede strategier, er investorer, kan det blive nødvendigt, at forvalteren tager behørigt hensyn til den likviditetsrisiko, sådanne fonde</p>	<p>Forvalteren kan simulere indløsninger fra investorer, der følger lignende strategier under stressede og normale markedsforhold.</p>

	udgør under stressede og normale markedsforhold.	
--	--	--

V.1.13 Likviditetsstresstests af andre typer forpligtelser

57. En forvalter bør, hvor det er relevant, lade andre typer af forpligtelser indgå i sine likviditetsstresstests under normale og stressede forhold. Alle relevante poster på forpligtelsessiden i fondens balance, herunder andre poster end indløsninger, bør være omfattet af en likviditetsstresstest.

58. Nettoindløsninger er måske ikke den eneste relevante likviditetsrisiko, som stammer fra forpligtelsessiden i balancen, og som der derfor skal foretages en likviditetsstresstest af. I nogle tilfælde bør likviditetsstresstests fastslå, under hvilke omstændigheder likviditetsrisici ikke kan mindskes, f.eks. et niveau af marginindbetalingskrav, som fonden ikke vil være i stand til at finansiere. Beredskabsplanlægningen bør klart afspejle dette og hjælpe med at mindske likviditetsrisikoen under sådanne omstændigheder.

59. Nedenstående tabel viser eksempler på faktorer, som kan påvirke likviditetsrisikoen:

Type forpligtelse	Eksempler på faktorer, som kan påvirke likviditetsrisikoen	Potentielle begivenheder, som kan simuleres
Derivater	Ændringer i værdien af det underliggende aktiv kan føre til afledte marginindbetalingskrav, som påvirker fondens tilgængelige likviditet	Simulering af en ændring i værdien af derivatets underliggende aktiv, der fører til et større marginindbetalingskrav end forventet
Forpligtet kapital	Fonde, der investerer i reale eller immobile aktiver, skal ofte binde kapital til betaling for denne investering, såsom vedligeholdelses- eller renoveringsomkostninger	Simulering af uventede begivenheder, der forårsager nye/højere udgifter til en investering i fast ejendom

Værdipapirfinansieringstransaktioner/effektiv porteføljevaltning	Fonde, der udlåner aktiver, er eksponeret for låntagerens modpartsrisiko og den dermed forbundne likvidetsrisiko som følge af potentiel misligholdelse. Dette kan afbødes ved den stillede sikkerhed, men likvidetsrisikoen fjernes ikke (med hensyn til sikkerhedsstillelsens likviditet).	Simulering af modpartens misligholdelse i et værdipapirudlån. Simulering af geninvesteringsrisiko en ved kontant sikkerhedsstillelse
Rente/kreditbetalinger	Fonde, som inkorporerer gearing i deres investeringsstrategi, er eksponeret for en likvidetsrisiko som følge af faktorer såsom rentefølsomhed	Simulering af øgede renter på fondens betalingsforpligtelser

V.1.14 Fonde, der investerer i mindre likvide aktiver

60. Risici som følge af mindre likvide aktiver og forpligtelser bør afspejles i likviditetsstresstests.

61. Mange fonde, som har investeret i mindre likvide aktiver, har tydelige risici, som skyldes både aktiver og forpligtelser, sammenlignet med fonde, der investerer i mere likvide værdipapirer. Mange AIF'er, der investerer i fast ejendom, har perioder med mindre hyppige transaktioner og opsigelsesvarsler, der reducerer forpligtelsesrisikoen som følge af indløsninger. Men sådanne fonde er også eksponeret for en klar forpligtelsesrisiko som følge af servicering og vedligeholdelse af fast ejendom (herunder f.eks. juridiske risici, som er svære at simulere).

62. Endvidere har fonde, der investerer i mindre likvide aktiver, i sagens natur mindre fleksibilitet med hensyn til at forbedre den overordnede likviditet ved at sælge aktiver med en begrænset rabat i perioder med stressede markedsforhold. Outputtene af likviditetsstresstests foretaget af forvaltere af mindre likvide aktiver kan derfor have nogen særlige kendetegn.

63. Scenarier med lav sandsynlighed, men stor indvirkning, herunder den potentielle vanskelighed ved pålidelig prissætning af mindre likvide aktiver i en periode med markedsstress, vil være vigtige med hensyn til mindre likvide aktiver. Disse aktiver kan være særligt sårbare over for manglende likviditet i perioder med markedsstress, hvilket påvirker tidshorisonten for realisering, realiseringsomkostninger, og også om aktiver overhovedet skal realiseres under hensyntagen til investorenes bedste interesse. Omvendte stresstests kan være et særligt værdifuldt værktøj i denne forbindelse og kan være med til at afdække scenarier, der kan føre til en betydelig likviditetsrisiko for fonden (f.eks. identificere scenarier, der ville føre til indførelsen af særlige ordninger eller suspensioner).
64. Arten af en mindre likvid aktivmasse kan gøre det endnu vigtigere, at forvalteren sikrer, at investorerne behandles upartisk under stressede markedsforhold. Likviditetsstresstests kan derfor hjælpe en forvalter med at fastlægge de ledelsesmæssige rammer for, hvordan man sikrer et rimeligt udfald for alle investorer, for så vidt de indgår i udformningen af en rimelig metode til at realisere aktiver.
65. Én måde, hvorpå en forvalter kan overveje fondens likviditet, er ved at prioritere ad hoc-likviditetsstresstest i fonde, der investerer i mindre likvide aktiver, hvor der er konstateret en kommende begivenhed, som kan have en negativ indvirkning på fondens likviditet. Forvalterne bør derfor tage særligt hensyn til hensigtsmæssigheden af hyppigheden af likviditetsstresstests i fonde, der investerer i mindre likvide aktiver.
66. Funds of funds, der er indirekte eksponeret for mindre likvide aktiver via deres målfonde, bør tage behørigt hensyn til overvejelser om mindre likvide aktiver. Dette skyldes, at den underliggende eksponering af disse målfonde kan føre til suspension af målinvesteringsinstrumentet eller andre foranstaltninger. Dette kan have en indvirkning på disse funds of funds, så likviditetsstresstestmodellen bør tage højde for denne risiko.

V.1.15 Kombineret likviditetsstresstest af aktiver og forpligtelser

- 67. Efter at have foretaget en særskilt stresstest af aktiver og forpligtelser i fondens balance, bør forvalteren kombinere resultaterne af likviditetsstresstesten for at fastslå den samlede indvirkning på fondens likviditet.**
68. En kombineret likviditetsstresstest af aktiver og forpligtelser kan hjælpe med at vurdere, hvilke fonde der udgør den største likviditetsrisiko på et givet tidspunkt under hensyntagen til likviditetsrisikoen for både aktiver og forpligtelser. Dette kan spille en væsentlig rolle for en forvalters beredskabsplanlægning i en eventuel krise, såsom kalkulationen af indvirkningen af en udkrystalliseret likviditetsrisiko i en eller flere fonde på virksomhedsniveau¹².

¹² ESRB/2017/6, s. 31

69. Forvaltere bør indarbejde risikoscore i likviditetsstresstests, hvor det giver mulighed for bedre at vise likviditeten på tværs af de fonde, de forvalter, herunder i forbindelse med beredskabsplanlægning og den driftsmæssige forberedelse på en likviditetskrise.
70. Et udfald af en kombineret likviditetsstresstest af aktiver og forpligtelser kan være en sammenlignelig måling eller score, f.eks. baseret på indløsningsdækningsgrad. Forvalterens valgte tilgang bør forklares og dokumenteres i likviditetsstresstestpolitikken, navnlig hvis den ikke kræver en vurdering af den tid og/eller de omkostninger, som medgår til at realisere aktiver i en portefølje som skitseret i pkt. 42. Hvor én fond, som håndteres af forvalteren, kan sammenlignes med en anden ved hjælp af et sådant mål, kan det være en reel risikoinдикator for den øverste ledelse¹³.
71. I tilfælde, hvor fondens score/målinger ændres væsentligt inden for en bestemt tidsramme, kan en kombineret likviditetsstresstest af aktiver og forpligtelser bidrage til at oprette et varselssystem til at vurdere, om der er behov for handling med hensyn til fondens likviditet.

V.1.16 Samling af likviditetsstresstests på tværs af fonde

72. **En forvalter bør samle sine likviditetsstresstests på tværs af de fonde, den forvalter, hvis den vurderer, at en sådan aktivitet er passende for disse fonde.**
73. Samling af likviditetsstresstests på tværs af fonde omfatter brug af den samme likviditetsstresstest til mere end én fond med lignende strategier eller eksponeringer. Det kan være nyttigt, når det overvejes, om et mindre likvidt marked kan absorbere salg af aktiver, hvis de forekommer samtidig i fonde, der håndteres af forvalteren. Dette kan være særligt relevant, hvis de fonde, der håndteres af forvalteren, ejer en væsentlig mængde aktiver på et givet marked. Samling af likviditetsstresstests kan give forvalteren mulighed for bedre at fastslå realiseringsomkostningerne eller tidshorizonten for realisering for hvert værdipapir ved at tage højde for transaktionens størrelse, stressede markedsforhold og modpartsrisiko.

V.2 Retningslinjer for depositarer

74. **En depositar bør indføre passende kontrolprocedurer for at kontrollere, at forvalteren af en fond har indført dokumenterede procedurer for sit likviditetsstresstestprogram.**
75. Kontrollen indebærer ikke en forpligtelse for depositaren til at vurdere tilstrækkeligheden af likviditetsstresstesten. Én metode til at kontrollere, at der er indført og foretaget likviditetsstresstests, er at bekræfte, at risikostyringsprocessen for en UCITS eller AIF giver forvalteren mulighed for at foretage likviditetsstresstests af fonden.

¹³ Yderligere information findes i [Guide to the use of stress tests as part of risk management within asset management companies](#), AMF, s. 18, og [Liquidity stress testing in German asset management companies](#), BaFin, s. 29-31.

76. I henhold til både UCITS-direktivet og FAIF-direktivet skal depositarer gennemføre procedurer til at kontrollere, at fonden handler i overensstemmelse med forpligtelserne indeholdt i disse direktiver.¹⁴
77. Såfremt depositaren ikke er overbevist om, at der er indført likviditetsstresstests, bør denne træffe foranstaltninger med hensyn til eventuelle andre beviser på, at forvalteren har brudt reglerne. Afhængigt af den nationale ordning kan dette betyde, at depositaren skal underrette (eller kræve, at forvalteren underretter) den relevante nationale kompetente myndighed om forvalterens manglende overholdelse af gældende regler.
78. Depositaren behøver ikke gentage eller sætte spørgsmålstegn ved den likviditetsstresstest, som forvalteren har foretaget.

V.3 Samarbejde med de nationale kompetente myndigheder

79. De nationale kompetente myndigheder kan efter eget skøn anmode en forvalter om at fremlægge sin likviditetsstresstest for at hjælpe med at påvise, at en fond sandsynligvis overholder de gældende regler, herunder med hensyn til fondens evne til at imødekomme krav om indløsning under normale og stressede forhold.
80. Endvidere bør forvaltere underrette de nationale kompetente myndigheder om væsentlige risici og foranstaltninger, der træffes for at håndtere dem.
81. De nationale kompetente myndigheder kan efter eget skøn anmode forvalterne om at underrette dem om anden information vedrørende likviditetsstresstestene, herunder likviditetsstresstestmodeller og resultaterne deraf. Dette kan især være tilfældet i en periode med store indløsninger på tværs af markedet.

¹⁴ For UCITS i henhold til artikel 3, stk. 2, i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/438. For FAIF-direktivet i henhold til artikel 95 i Kommissionens delegerede forordning (EU) 231/2013