



European Securities and
Markets Authority

Wytyczne

dotyczące przeprowadzania testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) i alternatywnych funduszach inwestycyjnych (AFI)





1 Spis treści

I. Zakres stosowania	2
II. Odniesienia do przepisów prawa, skróty i definicje	4
III. Cel	7
IV. Obowiązki w zakresie zgodności i sprawozdawczości	8
V. Wytoczne dotyczące przeprowadzania testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) i alternatywnych funduszach inwestycyjnych (AFI)	9

I. Zakres stosowania

Kto?

1. Niniejsze wytyczne mają zastosowanie do zarządzających, depozytariuszy i właściwych organów krajowych.

Co?

2. Niniejsze wytyczne dotyczą przeprowadzania testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) i alternatywnych funduszach inwestycyjnych (AFI).
3. W szczególności w odniesieniu do zarządzających mają one zastosowanie przede wszystkim w związku z art. 16 ust. 1 dyrektywy w sprawie ZAFI (AIFMD), art. 47 i 48 rozporządzenia uzupełniającego dyrektywę w sprawie ZAFI (poziomu 2), art. 51 dyrektywy dotyczącej przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), art. 40 ust. 3 dyrektywy w sprawie wykonania dyrektywy dotyczącej przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (poziomu 2) oraz art. 28 rozporządzenia w sprawie funduszy rynku pieniężnego (rozporządzenia w sprawie FRP).
4. W odniesieniu do depozytariuszy wytyczne mają zastosowanie przede wszystkim w związku z art. 21 dyrektywy w sprawie ZAFI, art. 92 rozporządzenia uzupełniającego dyrektywę w sprawie ZAFI (poziomu 2), art. 22 ust. 3 dyrektywy dotyczącej przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe i art. 3 rozporządzenia delegowanego uzupełniającego dyrektywę dotyczącą przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (poziomu 2).
5. Niniejsze wytyczne mają zastosowanie do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe oraz alternatywnych funduszy inwestycyjnych, w tym:
 - a) funduszy inwestycyjnych typu ETF, niezależnie od tego, czy funkcjonują one jako przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe czy jako alternatywny fundusz inwestycyjny¹;
 - b) stosujących dźwignię finansową alternatywnych funduszy inwestycyjnych typu zamkniętego.

¹ Dla jasności zaznacza się, że zastosowanie mają istniejące wytyczne dotyczące przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe uzyskujące zabezpieczenie na podstawie „Wytycznych dla właściwych organów i spółek zarządzających UCITS dotyczących funduszy typu ETF i innych kwestii związanych z UCITS” (ESMA 2014/937). Ustęp 45 „Wytycznych ESMA dotyczących funduszy inwestycyjnych typu ETF i innych kwestii związanych z UCITS” stanowi, że „UCITS otrzymujące zabezpieczenie na poziomie co najmniej 30% swoich aktywów powinno posiadać odpowiednią politykę testów warunków skrajnych, aby zapewnić regularne przeprowadzanie testów skrajnych warunków w normalnych i wyjątkowych warunkach płynności, co ma na celu umożliwienie UCITS dokonania oceny ryzyka płynności związanego z zabezpieczeniem”. Środek ten jest właściwy dla okoliczności wiążących się z takim przedsiębiorstwem zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), zaś wytyczne dotyczące testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności służą zapewnieniu wytycznych na potrzeby stosowania testu warunków skrajnych w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych ogółem i powinny być uwzględniane przez wszystkie przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe.

6. Wytyczne w części V.1.1 (Projekt modelu testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności), V.1.2 (Rozumienie ryzyka płynności), V.1.3 (Zasady zarządzania testami warunków skrajnych dla ryzyka płynności), V.1.4 (Polityka testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności), V.2 (Wytyczne mające zastosowanie do depozytariuszy) oraz punkty 79 i 81 rozdziału V.3 (Interakcje z właściwymi organami krajowymi) mają zastosowanie do funduszy rynku pieniężnego bez uszczerbku dla rozporządzenia w sprawie funduszy rynku pieniężnego i wytycznych ESMA dotyczących wyłącznie funduszy rynku pieniężnego², które to przepisy w przypadku kolizji z wytycznymi mają pierwszeństwo.
7. Niniejsze wytyczne należy dostosować do charakteru, skali i złożoności funduszu. Co więcej, temat testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności zachodzi na inne aspekty zarządzania płynnością w funduszach, takie jak zarządzanie aktywami płynnymi i aktywami o mniejszej płynności, dywersyfikacja czy środki wykonawcze takie jak dodatkowe narzędzia zarządzania płynnością *ex post*. Niniejsze wytyczne nie służą zapewnieniu kompleksowych wskazówek dotyczących kwestii zarządzania płynnością w zakresie wykraczającym poza test warunków skrajnych dla ryzyka płynności.

Kiedy?

8. Niniejsze wytyczne stosuje się od dnia 30 września 2020 r.

² Takie jak wytyczne ESMA ustanawiające wspólne parametry odniesienia scenariuszy testów warunków przeznaczone do uwzględnienia w testach warunków skrajnych dla zarządzających funduszami rynku pieniężnego (zwane dalej „[ESMA34-49-115](#)”).

II. Odniesienia do przepisów prawa, skróty i definicje

Odniesienia do przepisów prawa

<i>dyrektywa w sprawie UCITS</i>	Dyrektywa 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) ³ .
<i>dyrektywa wykonawcza w sprawie UCITS (poziomu 2)</i>	Dyrektywa Komisji 2010/43/UE w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie wymogów organizacyjnych, konfliktów interesów, prowadzenia działalności, zarządzania ryzykiem i treści umowy pomiędzy depozytariuszem a spółką zarządzającą ⁴ .
<i>dyrektywa w sprawie ZAFI</i>	Dyrektywa 2011/61/UE w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 ⁵ .
<i>rozporządzenie delegowane uzupełniające dyrektywę w sprawie ZAFI (poziomu 2)</i>	Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 231/2013 uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do zwolnień, ogólnych warunków dotyczących prowadzenia działalności, depozytariuszy, dźwigni finansowej, przejrzystości i nadzoru.
<i>rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/438</i>	Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/438 uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w odniesieniu do obowiązków depozytariuszy ⁶ .
<i>rozporządzenie w sprawie FRP</i>	Rozporządzenie (UE) 2017/1131 w sprawie funduszy rynku pieniężnego ⁷ .
<i>rozporządzenie w sprawie ustanowienia ESMA</i>	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru

³ Dz.U. L 302 z 17.11.2009, s. 32–96.

⁴ Dz.U. L 176 z 10.7.2010, s. 42–61.

⁵ Dz.U. L 174 z 1.7.2011, s. 1.

⁶ Dz.U. L 78 z 24.3.2016, s. 11–30.

⁷ Dz.U. L 169 z 30.6.2017, s. 46–127.



Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchYLENIA decyzji Komisji 2009/77/WE⁸.

Skróty

<i>AFI</i>	Alternatywny fundusz inwestycyjny
<i>PZR AFI</i>	Polityka zarządzania ryzykiem zarządzającego alternatywnym funduszem inwestycyjnym
<i>ZAFI</i>	Zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi
<i>a-LMT</i>	Dodatkowe narzędzie zarządzania płynnością
<i>Fundusze indeksowe ETF</i>	Fundusz inwestycyjny typu ETF
<i>ESMA</i>	Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych
<i>ERRS</i>	Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego
<i>UE</i>	Unia Europejska
<i>FoF</i>	Fundusz funduszy
<i>FSB</i>	Rada Stabilności Finansowej
<i>FX</i>	Kurs walutowy
<i>LST</i>	Test warunków skrajnych dla ryzyka płynności
<i>FRP</i>	Fundusz rynku pieniężnego
<i>NCA</i>	Właściwy organ krajowy
<i>RCR</i>	Wskaźnik pokrycia umorzenia
<i>RST</i>	Odwrotny test warunków skrajnych
<i>UCITS</i>	Przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe
<i>PZR UCITS</i>	Proces zarządzania ryzykiem przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe

⁸ Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 84.

Definicje

<i>alternatywny fundusz inwestycyjny typu zamkniętego</i>	alternatywny fundusz inwestycyjny (AFI) inny niż otwarty AFI, spełniający kryteria art. 1 ust. 2 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) nr 694/2014 ⁹
<i>depozytariusz</i>	depozytariusz przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe lub alternatywnego funduszu inwestycyjnego
<i>dodatkowe narzędzia zarządzania płynnością ex post</i>	narzędzia/środki stosowane przez zarządzających w wyjątkowych okolicznościach w celu kontrolowania lub ograniczenia transakcji w zakresie tytułów uczestnictwa funduszy w interesie inwestorów, w tym zawieszenie transakcji w zakresie tytułów uczestnictwa, odroczenie transakcji i rozdzielanie aktywów (side-pocketing)
<i>cena w razie gwałtownej wyprzedaży</i>	likwidacja aktywów z istotnym dyskontem względem wartości godziwej
<i>fundusz</i>	przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) lub alternatywny fundusz inwestycyjny (AFI)
<i>koszt likwidacji aktywów</i>	koszt ponoszony przez zbywającego składnik aktywów z tytułu realizacji danej transakcji w sposób terminowy dla celów związanych z płynnością
<i>ryzyko płynności</i>	ryzyko, że pozycja w funduszu nie może zostać sprzedana, zlikwidowana lub zamknięta po ograniczonych kosztach w celu zapewnienia zgodności z obowiązkami w zakresie umorzenia tytułów uczestnictwa
<i>test warunków skrajnych dla ryzyka płynności</i>	narzędzie zarządzania ryzykiem w ramach ogólnego zarządzania ryzykiem płynności przez zarządzającego, w którym symuluje się szereg warunków, w tym: warunki zwykłe i warunki skrajne (tj. ekstremalne, nieprawdopodobne lub niekorzystne), które są prawdopodobne, aby ocenić ich potencjalne oddziaływanie na finansowanie (odpowiedzialność), aktywa, ogólną płynność funduszu oraz określić konieczne działania następcze

⁹ Dz.U. L 183 z 24.6.2014, s. 18.



<i>zarządzający</i>	<p>a) w odniesieniu do przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) – spółka zarządzająca UCITS lub – w przypadku samodzielnie zarządzanych UCITS – spółka inwestycyjna UCITS;</p> <p>b) w odniesieniu do alternatywnego funduszu inwestycyjnego (AFI) – zarządzający alternatywnym funduszem inwestycyjnym lub alternatywny fundusz inwestycyjny zarządzany wewnątrz;</p> <p>c) w odniesieniu do funduszu rynku pieniężnego (FRP) – zarządzający FRP.</p>
<i>wskaźnik pokrycia umorzenia</i>	miara zdolności aktywów funduszu w zakresie realizacji obowiązków finansowych wynikających ze zobowiązań ujętych w bilansie, np. w sytuacji szoku umorzeniowego
<i>odwrotny test warunków skrajnych</i>	test warunków skrajnych na poziomie funduszu, który rozpoczyna się od określenia zdefiniowanego uprzednio rezultatu co do płynności funduszu (np. punktu, w którym fundusz straci płynność umożliwiającą realizację zleceń umorzenia tytułów uczestnictwa), a następnie obejmuje analizę scenariuszy i okoliczności, które mogą spowodować taką sytuację
<i>szczególne uzgodnienia</i>	konkretny rodzaj dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością <i>ex post</i> dostępny dla niektórych alternatywnych funduszy inwestycyjnych wpływających na prawa inwestorów w zakresie umorzenia, takie jak rozdzielanie aktywów (<i>side pocketing</i>) czy ograniczenia dotyczące umorzeń
<i>czas likwidacji</i>	metoda pozwalająca zarządzającemu oszacować wysokość aktywów, które można zlikwidować po akceptowalnym koszcie w określonej perspektywie czasowej

III. Cel

9. Niniejsze wytyczne opierają się na art. 16 ust. 1 rozporządzenia w sprawie ustanowienia ESMA. Celem niniejszych wytycznych jest ustanowienie spójnych, wydajnych i skutecznych praktyk nadzorczych w ramach Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego oraz zapewnienie wspólnego, jednolitego i spójnego stosowania prawa Unii. W szczególności ich celem jest podniesienie standardu, spójności, a w niektórych przypadkach również częstotliwości realizowanych już testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności oraz promowanie zbieżnego nadzoru nad testem warunków skrajnych dla ryzyka płynności przez właściwe organy krajowe.

IV. Obowiązki w zakresie zgodności i sprawozdawczości

Status niniejszych wytycznych

10. Zgodnie z art. 16 ust. 3 rozporządzenia w sprawie ustanowienia ESMA właściwe organy krajowe i uczestnicy rynku finansowego muszą dołożyć wszelkich starań, aby zastosować się do niniejszych wytycznych.
11. Właściwe organy, do których odnoszą się niniejsze wytyczne, powinny zastosować się do nich poprzez odpowiednie włączenie ich do swoich krajowych ram prawnych lub nadzorczych, również w przypadku gdy poszczególne wytyczne są skierowane głównie do uczestników rynków finansowych. W takim przypadku właściwe organy powinny w ramach sprawowanego nadzoru zadbać o to, aby uczestnicy rynku finansowego przestrzegali wytycznych.

Wymogi sprawozdawcze

12. W terminie dwóch miesięcy od daty publikacji wytycznych na stronie internetowej ESMA we wszystkich językach urzędowych UE właściwe organy, do których skierowane są niniejsze wytyczne, muszą zawiadomić ESMA, czy (i) przestrzegają ich (ii) nie przestrzegają ich, ale mają zamiar ich przestrzegać, lub (iii) nie przestrzegają wytycznych i nie mają zamiaru ich przestrzegać.
13. W przypadku nieprzestrzegania wytycznych właściwe organy muszą również zawiadomić ESMA w terminie dwóch miesięcy od daty publikacji wytycznych na stronie ESMA we wszystkich językach urzędowych UE o powodach, dla których nie przestrzegają wytycznych.
14. Szablon zawiadomienia jest dostępny na stronie internetowej ESMA. Po wypełnieniu szablonu należy przekazać go do ESMA.
15. Uczestnicy rynku finansowego nie mają obowiązku zawiadamiania, czy stosują się do niniejszych wytycznych.

V. Wytyczne dotyczące przeprowadzania testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) i alternatywnych funduszach inwestycyjnych (AFI)

V.1 Wytyczne obowiązujące zarządzających

V.1.1 Projekt modelu testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności

16. Budując modele testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności, zarządzający powinni określać:

- a** czynniki ryzyka, które mogą wpływać na płynność funduszu;
- b** rodzaje scenariuszy do wykorzystania i ich wagę;
- c** różne rezultaty i wskaźniki podlegające monitorowaniu z uwagi na wyniki testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności;
- d** sprawozdawczość w zakresie wyników testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności, rezultatów i wskaźników skierowana do kierownictwa; oraz
- e** sposób wykorzystania wyników testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności w zarządzaniu ryzykiem i zarządzaniu portfelem oraz przez kadrę kierowniczą wyższego szczebla.

17. Zarządzający powinien dopilnować, aby test warunków skrajnych dostarczał informacji umożliwiających działania następcze.

V.1.2 Rozumienie ryzyka utraty płynności

18. Zarządzający powinien dobrze rozumieć ryzyko utraty płynności wynikające z aktywów i pasywów ujętych w bilansie funduszu oraz ogólny profil płynności, aby zastosować test warunków skrajnych dla ryzyka płynności odpowiedni dla funduszu, którym zarządza.

19. Zarządzający powinien osiągnąć równowagę, stosując test warunków skrajnych, który:

- a.** jest odpowiednio ukierunkowany, właściwy dla danego funduszu, a ponadto podkreśla najważniejsze czynniki ryzyka płynności; oraz

- b. opiera się na dostatecznie szerokim spektrum scenariuszy pozwalających odpowiednio ująć zróżnicowanie ryzyk funduszu.**

V.1.3 Zasady zarządzania testem warunków skrajnych dla ryzyka płynności

- 20. Test warunków skrajnych dla ryzyka płynności powinien być odpowiednio zintegrowany i wpisany w ramy zarządzania ryzykiem funduszu wspierające zarządzanie płynnością. Powinien być on być odpowiednio zarządzany i prowadzony pod odpowiednim nadzorem, jak również podlegać odpowiednim procedurom związanym ze sprawozdawczością i eskalacją.**
- 21. Test warunków skrajnych dla ryzyka płynności należy przeprowadzać w podobnych warunkach jak inne operacje zarządzania ryzykiem, które podlegają wymogom regulacyjnym dotyczącym niezależności, w tym wymogowi, by personel zarządzający ryzykiem działał niezależnie od innych jednostek, takich jak te odpowiedzialne za zarządzanie portfelem. Niemniej jednak w strukturze zarządzania należy rozważyć sposób uwzględnienia rezultatu testów warunków skrajnych przez jednostkę ds. zarządzania portfelem w procesie zarządzania funduszem.
- 22. Jeżeli zarządzający powierza zadania w zakresie zarządzania portfelem osobie trzeciej, należy zwrócić szczególną uwagę na wymóg niezależności, aby uniknąć polegania na teście warunków skrajnych dla ryzyka płynności prowadzonym przez tę samą osobę trzecią lub wpływu takiego testu.
- 23. Wymogi organizacyjne obejmują wymóg skutecznego zarządzania konfliktami interesów wynikającymi z operacjonalizacji testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności. Konflikt interesów obejmuje:
 - a. umożliwienie innym stronom, takim jak personel zarządzający portfelem (w tym zarządzający portfelami odrębnych podmiotów prawnych), wywierania bezprawnego nacisku na realizację testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności, w tym polegania na osądach dotyczących płynności aktywów; oraz
 - b. zarządzanie informacjami dotyczącymi wyników testów warunków skrajnych. Jeżeli informacje są udostępniane klientom, należy zapewnić, aby nie było to niespójne z obowiązkiem zarządzającego polegającym na uczciwym traktowaniu wszystkich inwestorów pod względem sposobu ujawniania informacji na temat funduszu.

V.1.4 Polityka testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności

- 24. Test warunków skrajnych dla ryzyka płynności należy udokumentować w polityce testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności wchodzącej w zakres procesu zarządzania ryzykiem przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe i polityki zarządzania ryzykiem alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które to procesy i polityki powinny zakładać obowiązek okresowego przeglądu i w stosownych przypadkach odpowiedniego**

dostosowania testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności. Polityka testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności obejmuje następujące elementy:

- a. jasne określenie roli kierownictwa wyższego szczebla w procesie, w tym organu zarządzającego (np. rady dyrektorów lub powierników);
- b. odpowiedzialność wewnętrzną i wskazanie funkcji zarządzania odpowiedzialnych za wykonanie;
- c. interakcje z innymi procedurami zarządzania ryzykiem płynności, w tym planami awaryjnymi zarządzającego, i funkcją zarządzania portfelem;
- d. wymóg regularnej sprawozdawczości wewnętrznej na temat wyników testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności z określeniem częstotliwości sprawozdań i ich odbiorców;
- e. okresowe przeglądy, dokumentowanie wyników i procedura zmiany polityki, jeżeli będzie to uzasadnione przeglądem;
- f. okoliczności wymagające eskalacji, w tym jeżeli dochodzi do naruszenia limitów/progów płynności;
- g. fundusze objęte testem warunków skrajnych dla ryzyka płynności;
- h. wstępna autoryzacja modeli testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności, które powinny być wykonywane niezależnie od zarządzania portfelem, choć niekoniecznie przez podmioty/osoby inne niż zarządzający;
- i. rodzaj i waga stosowanych scenariuszy testu warunków skrajnych i powody wyboru tych scenariuszy;
- j. założenia poczynione w związku z dostępnością danych dla scenariuszy, ich uzasadnienie oraz częstotliwości ich przeglądów;
- k. częstotliwość przeprowadzania testów warunków skrajnych oraz powody wyboru takiej częstotliwości; oraz
- l. metody likwidowania aktywów, w tym stosowane ograniczenia i założenia.

V.1.5 Częstotliwość testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności

25. Test warunków skrajnych dla ryzyka płynności powinien być przeprowadzany co najmniej raz w roku, a w stosownych przypadkach stosowany na wszystkich etapach cyklu życia funduszu. Zaleca się stosowanie testu raz na kwartał lub częściej. Ustalenie większej lub mniejszej częstotliwości powinno wynikać z charakterystyki funduszu, a podstawy takiego ustalenia należy określić w polityce testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności. W tej kwestii dozwolona jest elastyczność zależna od charakteru, skali i złożoności funduszu oraz profilu płynności.

26. Przy podejmowaniu decyzji w sprawie odpowiedniej częstotliwości zarządzający powinni uwzględnić następujące elementy:

- a. płynność funduszu określoną przez zarządzającego oraz wszelkie zmiany w płynności aktywów;
- b. częstotliwość należy dostosować do funduszu, rezygnując z jednolitego podejścia względem wszystkich funduszy obsługiwanych przez danego zarządzającego; oraz
- c. charakter instrumentu (zamknięty kontra otwarty), polityka umarzania oraz narzędzia zarządzania płynnością, takie jak ograniczenia dotyczące umorzeń lub rozdzielanie aktywów (side pocketing), mogą być dodatkowymi czynnikami, które należy brać pod uwagę przy ustalaniu odpowiedniej częstotliwości testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności.

27. Zarządzający powinni uwzględnić czynniki opisane w poniższej tabeli, określając odpowiednią częstotliwość testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności:

Zalecana częstotliwość testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności	<ul style="list-style-type: none"> • Raz na kwartał, chyba że specyfika funduszu uzasadnia większą lub mniejszą częstotliwość. Uzasadnienie należy zawrzeć w polityce testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności.
Czynniki, które mogą <u>zwiększyć</u> częstotliwość regularnych testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności	<ul style="list-style-type: none"> • Wyższa częstotliwość transakcji w zakresie tytułów uczestnictwa. • Większe ryzyko z tytułu zobowiązań, np. w przypadku skoncentrowanej bazy inwestorów. • Złożona strategia inwestycyjna (np. szeroko zakrojone wykorzystanie instrumentów pochodnych). • Baza aktywów o mniejszej płynności. • Nadchodzące wydarzenia, które mogłyby negatywnie wpłynąć na płynność funduszu.
Czynniki, które mogą <u>zmniejszyć</u> częstotliwość regularnych testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności	<ul style="list-style-type: none"> • Baza aktywów o wysokiej płynności. • Niższa częstotliwość transakcji w zakresie tytułów uczestnictwa.
Zalecane wykorzystanie doraźnych testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności	<ul style="list-style-type: none"> • Doraźne testy warunków skrajnych dla ryzyka płynności należy przeprowadzić tak szybko, jak to możliwe, jeżeli zarządzający stwierdzi istnienie istotnego ryzyka dla płynności funduszu, na które należy zareagować na czas.

V.1.6 Wykorzystanie rezultatów testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności

28. Test warunków skrajnych dla ryzyka płynności powinien przynosić rezultaty, które:

- a. pomagają zapewnić dostateczną płynność funduszu wymaganą przez odpowiednie zasady i warunki umarzania określone w dokumentacji funduszu;**
- b. wzmacniają zdolność zarządzającego do zarządzania płynnością funduszu w najlepszym interesie inwestorów, w tym planowanie okresów zwiększonego ryzyka płynności;**
- c. pomagają ustalić potencjalne słabości płynnościowe strategii inwestycyjnej i wspierają proces podejmowania decyzji inwestycyjnych; oraz**
- d. pomagają w monitorowaniu zarządzania ryzykiem i podejmowaniu decyzji, w tym ustalaniu przez zarządzającego odpowiednich limitów wewnętrznych co do płynności funduszu, co stanowi dodatkowe narzędzie zarządzania ryzykiem. Może to obejmować zapewnienie, aby wyniki testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności można było mierzyć poprzez porównywalne wskaźniki, takie jak kluczowy wskaźnik ryzyka.**

29. Testy warunków skrajnych dla ryzyka płynności powinny pomóc zarządzającym w przygotowaniu funduszu na kryzys, a także w szerszym planowaniu awaryjnym. Planowanie awaryjne może obejmować plany zarządzającego służące operacjonalizacji stosowania względem funduszu dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością *ex post*.

V.1.7 Dostosowanie testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności do każdego funduszu

30. Test warunków skrajnych dla ryzyka płynności powinien być odpowiednio dostosowany do każdego funduszu poprzez dostosowanie:

- a. częstotliwości testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności;**
- b. rodzaju i wagi scenariuszy stosowanych do stworzenia warunków skrajnych, które powinny być zawsze dostatecznie dotkliwe, ale prawdopodobne, jak również powinny opierać się na ryzyku płynności wynikającym z aktywów i zobowiązań ujętych w bilansie funduszu, a także na ogólnym profilu płynności;**

- c. założeń dotyczących postępowania inwestora (umorzenia brutto i netto) oraz likwidacji aktywów;
- d. złożoności modelu testu warunków skrajnych, który powinien uwzględniać złożoność strategii inwestycyjnej funduszu, skład portfela, narzędzia zarządzania płynnością oraz wykorzystanie wydajnych technik zarządzania portfelem; oraz
- e. w przypadku funduszu inwestycyjnego typu ETF – specyfiki funduszy inwestycyjnych typu ETF poprzez uwzględnienie roli upoważnionych uczestników, modeli umarzania oraz modeli replikacji.

V.1.8 Scenariusze testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności

- 31. Testy warunków skrajnych dla ryzyka płynności powinny opierać się na hipotetycznych i historycznych scenariuszach, a w stosownych przypadkach na odwrotnym teście warunków skrajnych. Testy warunków skrajnych dla ryzyka płynności nie powinny nadmiernie opierać się na danych historycznych, szczególnie że przyszłe warunki skrajne mogą się różnić od poprzednich.
- 32. Scenariusze historyczne dla testu warunków skrajnych mogłyby obejmować globalny kryzys finansowy z lat 2008–2010 lub europejski kryzys zadłużenia z lat 2010–2012. Scenariusze hipotetyczne mogłyby obejmować podniesienie stóp procentowych, rozszerzenie spreadów kredytowych czy wydarzenia polityczne.
- 33. Zarządzający korzystający z odwrotnego testu warunków skrajnych powinien stworzyć symulację likwidacji aktywów odzwierciedlającą jak zarządzający likwidowałby aktywa w okresie wyjątkowo skrajnych warunków rynkowych. Odwrotny test warunków skrajnych powinien uwzględniać postępowanie z posiadaczami zachowującymi tytuły uczestnictwa oraz posiadaczami umarzającymi tytuły uczestnictwa, jak również rolę kosztów transakcji oraz akceptowalność cen gwałtownej wyprzedaży.
- 34. Fundusze stosujące strategie inwestycyjne, które narażają je na mało prawdopodobne ryzyko o potencjalnie dużym oddziaływaniu, powinny zwracać szczególną uwagę na wykorzystanie odwrotnego testu warunków skrajnych w celu dokonania oceny konsekwencji skrajnego zdarzenia rynkowego dla ich profilu płynności.
- 35. Odwrotny test warunków skrajnych można stosować w celu ustalenia, czy należy podjąć działania w celu zapewnienia odpowiedniej płynności funduszu lub stwierdzenia, czy dana okoliczność byłaby dostatecznie wyjątkowa, aby umożliwić narzucenie zawieszenia w świetle obowiązujących przepisów. W przypadku przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe „wyjątkowe okoliczności” oznaczają okoliczności w rozumieniu art. 84 ust. 2 dyrektywy dotyczącej przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe, obowiązujących przepisów krajowych oraz prospektu funduszu lub regulaminu funduszu.

36. Alternatywny fundusz inwestycyjny również może wykorzystywać odwrotny test warunków skrajnych, aby symulować poziom aktywów podlegający likwidacji przed wdrożeniem „szczególnych uzgodnień” dozwolonych jego polityką umarzania i zasadami krajowymi¹⁰.

V.1.9 Dostępność danych

37. Test warunków skrajnych dla ryzyka płynności powinien pokazać, że zarządzający może przewyżnić ograniczenia związane z dostępnością danych, między innymi poprzez:

- a. unikanie optymistycznych założeń;
- b. uzasadnienie polegania na zewnętrznych modelach testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności, w tym jeżeli model opracowany jest przez podmiot któremu powierzono zarządzanie portfelem; oraz
- c. dokonywanie eksperckiej oceny jakościowej.

38. W szczególności zarządzający powinni dostosować swoje podejście w sytuacji, gdy dane są ograniczone, a wszelkie założenia powinny być poddawane odpowiedniemu przeglądowi.

39. Symulację odpowiedniego ograniczenia płynności aktywów należy prowadzić zarówno dla zwykłych, jak i skrajnych warunków rynkowych, w szczególności jeżeli dane historyczne nie zapewniają przykładów dostatecznie poważnych warunków skrajnych. Nie należy zakładać, że portfel można zlikwidować w pełnym średnim dziennym wolumenie obrotu na danym składniku aktywów, chyba że takie założenie jest uzasadnione dowodami empirycznymi.

V.1.10 Opracowanie produktu

40. W trakcie opracowywania produktu zarządzający funduszu, który wymaga zezwolenia właściwego organu krajowego, powinien:

- a. móc wykazać przed właściwym organem krajowym, że najważniejsze elementy funduszu, w tym jego strategia i częstotliwość transakcji umożliwiają mu zachowanie dostatecznej płynności w okolicznościach zwykłych i skrajnych; oraz
- b. w stosownych przypadkach realizować test warunków skrajnych dla ryzyka płynności po stronie aktywów (z zastosowaniem portfela modelowego) oraz po stronie zobowiązań, uwzględniając oczekiwany profil inwestorów zarówno z wczesnych, jak i późnych etapów istnienia funduszu.

¹⁰ Motyw 59 rozporządzenia delegowanego nr 231/2013 uzupełniającego dyrektywę w sprawie ZAFI (poziomu 2).

41. Test warunków skrajnych dla ryzyka płynności można wykorzystywać w celu określenia czynników istotnych dla przyszłego zarządzania ryzykiem funduszu. Przykładowo: ujęcie wrażliwości ryzyka płynności funduszu; określenie czynników wpływających na ryzyko płynności; określenie wskaźników/kluczowych wskaźników ryzyka w celu monitorowania wzrostu ryzyka płynności; częstotliwość zarządzania ryzykiem; oraz ocena wszelkich dodatkowych narzędzi zarządzania płynnością *ex post* lub szczególnych uzgodnień do uwzględnienia w prospekcie lub regulaminie funduszu.

V.1.11 Objęcie aktywów funduszu testem warunków skrajnych w celu ustalenia ich wpływu na płynność funduszu

42. Test warunków skrajnych dla ryzyka płynności powinien umożliwić zarządzającemu ocenę nie tylko czasu i kosztu likwidacji aktywów w portfelu, ale także stwierdzenie, czy takie działanie byłoby dopuszczalne, biorąc pod uwagę:

- a. cele i politykę inwestycyjną funduszu;
- b. obowiązek zarządzania funduszem w interesie inwestorów;
- c. wszelkie mające zastosowanie zobowiązania do likwidacji aktywów po ograniczonym koszcie; oraz
- d. obowiązek utrzymania profilu ryzyka funduszu w następstwie likwidacji części aktywów.

43. Koszt likwidacji i czas likwidacji to dwa zasadnicze podejścia stosowane przez zarządzających w celu dokonania symulacji płynności aktywów w warunkach zwykłych i w warunkach skrajnych. Zarządzający powinni zatem zastosować metodę właściwą dla danego funduszu. W odniesieniu do funduszu można przyjąć też inne metody.

44. Koszt likwidacji zależy od rodzaju aktywów, horyzontu likwidacji oraz wielkości transakcji/zlecenia. Zarządzający powinni rozważyć te trzy czynniki, dokonując oceny kosztu likwidacji własnych aktywów w warunkach zwykłych i skrajnych.

45. Zarządzający powinni odzwierciedlić w oszacowaniu kosztów i czasu likwidacji istotną liczbę i rodzaj obciążeń rynkowych w warunkach skrajnych, które na ogół charakteryzują się zwiększoną zmiennością, mniejszą płynnością (np. większą różnicą pomiędzy ceną kupna a ceną sprzedaży) oraz dłuższym czasem likwidacji (w zależności od klasy aktywów). W tym kontekście zarządzający nie powinni odwoływać się jedynie do historycznych obserwacji rynków w warunkach skrajnych.

46. Na potrzeby testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności zarządzający powinien wybrać metodę likwidacji aktywów, biorąc pod uwagę aktywa i zobowiązania, a także warunki umorzeń w funduszu. Zarządzający powinien też mieć świadomość ograniczenia metody i dokonywać konserwatywnych korekt względem szerszego zarządzania ryzykiem kredytowym w celu ograniczenia tych niedostatków.

47. Metoda likwidacji aktywów w teście warunków skrajnych dla ryzyka płynności powinna:

- a. odzwierciedlać sposób, w jaki zarządzający dokonałby likwidacji aktywów w warunkach zwykłych i skrajnych zgodnie z obowiązującymi przepisami, czy to wynikającymi z wymogów prawnych (zgodnie z dyrektywą w sprawie UCITS) czy też ograniczeń właściwych dla funduszu narzuconych w prospekcie lub regulaminie funduszu;
 - b. zapewniać, aby model wykorzystywany dla funduszu był i pozostawał zgodny z celami i polityką inwestycyjną oraz regulaminem funduszu;
 - c. odzwierciedlać zarządzanie funduszem w interesie wszystkich inwestorów, zarówno umarzających tytuły uczestnictwa, jak i zachowujących tytuły uczestnictwa;
 - d. być zgodna z mającymi zastosowanie obowiązkami funduszu w zakresie utrzymania profilu ryzyka przewidzianego dokumentacją funduszu;
 - e. być odzwierciedlona polityką testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności;
 - f. uwzględniać, w stosownych przypadkach, potencjalnie negatywne skutki dla inwestorów lub ogólnej integralności rynku.
48. Zarządzający powinni zwrócić szczególną uwagę na scenariusze o niskim prawdopodobieństwie i wysokim poziomie oddziaływania, w tym potencjalne trudności z wiarygodną wyceną aktywów o mniejszej płynności w okresie występowania warunków skrajnych na rynku.

V.1.12 Objęcie zobowiązań funduszu testem warunków skrajnych w celu ustalenia ich wpływu na płynność funduszu

49. **Test warunków skrajnych dla ryzyka płynności powinien obejmować scenariusze związane ze zobowiązaniami funduszu, w tym zarówno umorzenia, jak i inne potencjalne źródła ryzyka płynności, wynikające ze zobowiązań ujętych w bilansie funduszu.**
50. **Test warunków skrajnych dla ryzyka płynności powinien obejmować czynniki ryzyka związane z rodzajem inwestorów i koncentracją stosownie do charakteru, skali i złożoności funduszu.**
51. Zlecenia umorzenia to dla funduszy inwestycyjnych najczęstsze i zazwyczaj najważniejsze źródło ryzyka płynności. Dodatkowo różnego rodzaju zobowiązania wykazane w bilansie funduszu i ich potencjalne oddziaływanie na płynność funduszu są różne w zależności od funduszu. Zarządzając ryzykiem związanym ze zobowiązaniami, można rozważać również szczególne uzgodnienia lub dodatkowe narzędzia zarządzania płynnością.
52. W przypadku warunków zwykłych zarządzający może monitorować wpływy historyczne (wartości średnie i tendencje rozłożone w czasie), średnie umorzenia

funduszy porównywalnych oraz informacje z sieci dystrybucji dotyczące przewidywanych umorzeń. Zarządzający powinien zapewnić, aby szereg czasowy był dostatecznie długi, by rzetelnie oddawać „zwykłe” warunki.

53. W przypadku warunków skrajnych przykładowymi scenariuszami są tendencje historyczne, zdarzenia historyczne, współczesne tendencje w funduszach porównywalnych, scenariusze hipotetyczne/oparte na zdarzeniach i odwrotny test warunków skrajnych.
54. W zależności od dostępności granularnych danych historycznych obejmujących umorzenia dla każdego rodzaju inwestora i innych informacji dotyczących konkretnej dystrybucji funduszu, zarządzający mogliby również prowadzić symulację zleceń umorzenia dla różnego rodzaju inwestorów.
55. Zarządzający powinien uwzględnić, w jakim zakresie zmienne wynikające z dodatkowych czynników, takich jak zachowanie inwestorów, mogą lub powinny zostać uwzględnione w ich scenariuszu modelu testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności. Decyzja dotycząca granularności, wnikliwość analizy i wykorzystanie danych podlegają konieczności i proporcjonalności. Zarządzający powinni rozumieć potencjalne ryzyko związane z bazą inwestorów funduszu i być w stanie wykazać, że ryzyko to odgrywa istotną rolę w bieżącym zarządzaniu ryzykiem płynności funduszu.
56. Tabela poniżej przedstawia przykłady czynników dotyczących zachowania inwestorów, które może być uwzględnione w modelu testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności:

Współczynnik	Przykłady potencjalnego ryzyka płynności	Przykłady potencjalnego uwzględnienia w teście warunków skrajnych dla ryzyka płynności
Kategoria inwestorów	Ryzyko umorzenia może różnić się w zależności od rodzaju inwestorów. Przykładowo prawdopodobieństwo umorzenia w warunkach skrajnych można kategoryzować według tego, czy inwestorami są zarządzający majątkiem, instytucje emerytalno-rentowe, bezpośredni inwestorzy detaliczni czy też inne przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe lub alternatywne fundusze inwestycyjne.	W oparciu o wiedzę i doświadczenie zarządzającego z klientami model testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności może zakładać symulację, w której przykładowo fundusz funduszy stwarza większe ryzyko umorzenia niż innego rodzaju inwestorzy i wycofuje się z funduszu jako pierwszy.

Koncentracja inwestorów	<p>Jeden lub kilku inwestorów może posiadać istotnie większy udział w funduszu niż inni, co prowadzi do szczególnego ryzyka dla płynności funduszu wynikającego z umarzania tytułów uczestnictwa przez inwestora (inwestorów).</p>	<p>Zarządzający może w modelu założyć jednocześnie umorzenie tytułów uczestnictwa przez jednego lub kilku największych inwestorów w określonym czasie¹¹.</p>
Lokalizacja inwestorów	<p>Inwestorzy umiejscowieni w różnych regionach lub państwach mogą stwarzać różne ryzyko umorzenia ze względu na właściwe im czynniki powiązane z zagadnieniami politycznymi, gospodarczymi i innymi kwestiami właściwymi dla ich lokalizacji. Przykładowo inwestorzy w regionie objętym inną polityką pieniężną mogą stwarzać odrębne ryzyko umorzenia w okresach zmian kursów walut lub stóp procentowych. Również ryzyko polityczne lub gospodarcze może skłaniać inwestorów z innych regionów lub państw do zlecenia umorzenia.</p>	<p>Zarządzający może dokonać symulacji, w której istotna część inwestorów usytuowanych w konkretnym kraju zleca w pierwszej kolejności umorzenia w danym okresie.</p>
Strategia inwestorów	<p>Chociaż wielu inwestorów realizuje strategię długofalową, które w każdym przypadku trudno zmienić, niektórzy inwestorzy postępują zgodnie ze schematyczną lub określoną z wyprzedzeniem strategią, mogącą stwarzać szczególne ryzyko umorzenia w zmieniających się warunkach rynkowych. Przykładowo niektóre fundusze wprost określają poziom ryzyka mierzony zmiennością i można je po tym rozpoznać za sprawę nazw funduszy i wyrażonych celów inwestycyjnych. Tego rodzaju fundusze często dążą do ograniczenia ryzyka w okresie zmienności i mogą stwarzać większe zagrożenie umorzeniem w okresie zmienności obserwowanej w danej klasie aktywów. Jeżeli za schematycznymi lub</p>	<p>Zarządzający może dokonać symulacji umorzeń zleconych przez inwestorów realizujących podobne strategię w skrajnych i zwykłych warunkach rynkowych.</p>

¹¹ Operacja taka może mieć ograniczoną przydatność, jeżeli fundusz ma tylko jednego inwestora instytucjonalnego, który współpracuje z zarządzającym w kwestii subskrypcji tytułów uczestnictwa i ich umarzania.

	zdefiniowanymi wcześniej strategiami stoją inwestorzy, zarządzający może być zmuszony do należytego uwzględnienia ryzyka płynności, jaki tego rodzaju fundusz stwarza w skrajnych i zwykłych warunkach rynkowych.	
--	---	--

V.1.13 Test warunków skrajnych dla ryzyka płynności dotyczący innego rodzaju zobowiązań

57. W teście warunków skrajnych dla ryzyka płynności zarządzający powinien w stosownych przypadkach uwzględnić innego rodzaju zobowiązania, biorąc pod uwagę zwykłe i skrajne warunki rynkowe. Przedmiotem testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności powinny być wszystkie istotne pozycje po stronie zobowiązań wykazane w bilansie funduszu, w tym pozycje inne niż umorzenia.

58. Umorzenia netto mogą nie być jedynym istotnym ryzykiem dla płynności wynikającym ze zobowiązań wykazanych na bilansie funduszu, w związku z czym pozycje te powinny być objęte testem warunków skrajnych dla ryzyka płynności. W niektórych przypadkach test warunków skrajnych dla ryzyka płynności powinien określać okoliczności, w których ryzyka płynności nie można ograniczyć, np. poziom wezwań do uzupełnienia depozytu osiągnie poziom, którego fundusz nie będzie w stanie zrealizować. Planowanie awaryjne powinno odpowiednio to odzwierciedlać i pomóc w ograniczeniu ryzyka płynności w takich okolicznościach.

59. Tabela poniżej zawiera przykłady czynników, które mogą wpływać na ryzyko płynności:

Rodzaj zobowiązania	Przykłady czynników, które mogą wpływać na ryzyko płynności	Potencjalne zdarzenia do uwzględnienia w symulacji
Instrumenty pochodne	Zmiany wartości instrumentów bazowych mogą prowadzić do wezwania do uzupełnienia depozytu dla instrumentów pochodnych, co wpłynie na dostępną płynność funduszu	Symulacja zmiany wartości instrumentów bazowych dla instrumentów pochodnych prowadzącej do większego niż przypuszczano wezwania do uzupełnienia depozytu
Kapitał zadeklarowany	Fundusze inwestujące w nieruchomości często muszą zadeklarować kapitał na obsługę inwestycji, obejmującą przykładowo koszty konserwacji lub remontów.	Symulacja nieoczekiwanego zdarzenia powodującego nowe/wyższe nakłady kapitałowe na inwestycję w nieruchomości

<p>Transakcja finansowana z użyciem papierów wartościowych/Sprawne zarządzanie portfelem</p>	<p>Fundusze wypożyczające aktywa są narażone na ryzyko kontrahenta związane z pożyczkobiorcą i powiązane z tym ryzyko płynności wynikające z potencjalnego niewykonania zobowiązań. Chociaż można ograniczyć je wniesionym zabezpieczeniem, nie wyeliminuje to ryzyka płynności (biorąc pod uwagę płynność zabezpieczenia).</p>	<p>Symulacja niewykonania zobowiązań kontrahenta operacji udzielania pożyczek papierów wartościowych. Symulacja ryzyka ponownej inwestycji zabezpieczenia gotówkowego</p>
<p>Odsetki/spłaty kredytu</p>	<p>Fundusze, które włączają dźwignię finansową w swoją strategię inwestycyjną, podlegają ryzyku płynności wynikającemu z czynników, takich jak wrażliwość na stopy procentowe</p>	<p>Symulacja zwiększonych odsetek z tytułu zobowiązań płatniczych funduszu</p>

V.1.14 Fundusze inwestujące w aktywa o mniejszej płynności

60. W teście warunków skrajnych dla ryzyka płynności należy odzwierciedlić ryzyko wynikające z aktywów o mniejszej płynności i ryzyko zobowiązań.

61. Wiele funduszy inwestujących w aktywa o mniejszej płynności ma do czynienia z innym ryzykiem z tytułu aktywów i zobowiązań niż fundusze inwestujące w papiery wartościowe o większej płynności. Przykładowo wiele alternatywnych funduszy inwestycyjnych inwestujących w nieruchomości ma rzadsze okresy transakcji i wypowiedzenia, co ogranicza ryzyko umorzenia. Tego rodzaju fundusze są jednak narażone na odrębne ryzyko z tytułu zobowiązań wynikających z obsługi i utrzymania nieruchomości (w tym trudne do symulowania rodzaje ryzyka, takie jak ryzyko prawne).

62. Co więcej, fundusze inwestujące w aktywa o mniejszej płynności są z natury mniej elastyczne pod względem zdolności do poprawy ogólnej płynności poprzez sprzedaż aktywów z ograniczonym dyskontem w okresach skrajnych warunków rynkowych. Z tego względu rezultaty testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności przeprowadzanych przez zarządzających aktywami o mniejszej płynności mogą wyróżniać się szczególnymi cechami.

63. Ważne w przypadku aktywów o mniejszej płynności będą scenariusze niskiego prawdopodobieństwa o wysokim poziomie oddziaływania, w tym potencjalne trudności z rzetelną wyceną aktywów o mniejszej płynności w okresie występowania warunków skrajnych. Aktywa te mogą być w okresie występowania warunków skrajnych szczególnie wrażliwe na brak płynności, co będzie wpływało na czas płynności, koszt

likwidacji oraz na to, czy aktywa zostałyby zlikwidowane, jeżeli brać pod uwagę najlepszy interes inwestorów. Szczególnie cennym narzędziem w tym kontekście może być odwrotny test warunków skrajnych, umożliwiający określenie scenariuszy, które mogą doprowadzić do istotnego ryzyka płynności funduszu (np. określenie scenariuszy, które mogą doprowadzić do narzucenia szczególnych uzgodnień lub zawiesznień).

64. Charakter bazy aktywów o mniejszej płynności może sprawić, że jeszcze większy nacisk będzie położony na to, by zarządzający zapewniali bezstronne traktowanie inwestorów w skrajnych warunkach rynkowych. Test warunków skrajnych dla ryzyka płynności pomaga zatem zarządzającemu ustanowić ramy zarządzania pozwalające na wsparcie sprawiedliwych rezultatów dla wszystkich inwestorów poprzez pomoc w modelowaniu sprawiedliwej metody likwidacji aktywów.
65. Jednym ze sposobów, w jaki zarządzający powinien oceniać płynność funduszu, jest priorytetowe przeprowadzenie doraźnych testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności w odniesieniu do funduszy inwestujących w aktywa o mniejszej płynności, w sytuacji gdy zidentyfikowano przyszłe zdarzenie, które mogłoby negatywnie wpływać na płynność funduszu. Z tego względu zarządzający w przypadku funduszy inwestujących w aktywa o mniejszej płynności powinni zwracać szczególną uwagę na odpowiednio dostosowaną częstotliwość testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności.
66. Szczególną uwagę na kwestie związane z aktywami o mniejszej płynności powinny zwracać fundusze funduszy, które mają pośrednią ekspozycję na aktywa o mniejszej płynności poprzez fundusze bazowe. Jest tak ponieważ ekspozycja takich funduszy bazowych może prowadzić do zawieszenia bazowego instrumentu inwestycyjnego lub innych środków. Może to mieć wpływ na fundusz funduszy, dlatego też jego model testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności powinien uwzględniać to ryzyko.

V.1.15 Połączony test warunków skrajnych dla ryzyka płynności w odniesieniu do aktywów i zobowiązań

67. **Po odrębnym przeprowadzeniu testu warunków skrajnych w odniesieniu do aktywów i zobowiązań z bilansu funduszu zarządzający powinien odpowiednio połączyć wyniki testu w celu określenia ogólnego skutku dla płynności funduszu.**
68. Połączony test warunków skrajnych dla ryzyka płynności w odniesieniu do aktywów i zobowiązań może pomóc w ocenie, które fundusze stwarzają w danym momencie największe ryzyko płynności, biorąc pod uwagę ryzyko płynności zarówno po stronie aktywów, jak i zobowiązań. Może mieć to istotny wpływ na planowanie awaryjne zarządzającego na wypadek kryzysu, tak jak w przypadku planowania dokonywanego pod kątem oddziaływania skryształizowanego ryzyka płynności w jednym funduszu lub większej liczbie funduszy na szczeblu firmy¹².

69. W teście warunków skrajnych dla ryzyka płynności zarządzający powinni uwzględnić punktację ryzyka, jeżeli pozwala to uzyskać lepszy obraz płynności w funduszu, którym zarządzają, również na potrzeby planowania awaryjnego i operacyjnego przygotowania się na kryzys płynnościowy.
70. Rezultatem połączonego testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności w odniesieniu do aktywów i zobowiązań może być porównywalny wskaźnik lub wynik punktowy, oparty przykładowo na wskaźniku pokrycia umorzenia. Wybrana przez zarządzającego metoda powinna być wyjaśniona i udokumentowana w polityce testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności, szczególnie jeżeli nie wymaga się oceny czasu lub kosztów koniecznych do likwidacji aktywów w portfelu zgodnie z ust. 42. Jeżeli jeden fundusz obsługiwany przez zarządzającego można porównać do innego z wykorzystaniem takiego wskaźnika, może to stanowić znaczący wskaźnik ryzyka dla kadry kierowniczej wyższego szczebla.¹³
71. W przypadku gdy wyniki punktowe funduszu/wskaźniki zmieniają się w istotny sposób w danym okresie, połączony test warunków skrajnych dla ryzyka płynności w odniesieniu do aktywów i zobowiązań może pomóc w ustanowieniu systemu ostrzegania na potrzeby ustalenia, czy konieczne jest działanie związane z płynnością funduszu.

V.1.16 Agregacja testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności między funduszami

- 72. Zarządzający powinien agregować testy warunków skrajnych dla ryzyka płynności między funduszami, którymi zarządza, jeżeli uzna takie działanie za stosowne w przypadku tych funduszy.**
73. Agregacja testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności między funduszami wiąże się z wykorzystaniem tego samego testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności w odniesieniu do więcej niż jednego funduszu o podobnej strategii lub ekspozycji. Może być to przydatne w przypadku rozważania zdolności mniej płynnego rynku do absorpcji sprzedaży aktywów, jeżeli miałyby dojść do niej jednocześnie w funduszach obsługiwanych przez zarządzającego. Może to być szczególnie znaczące, jeżeli fundusze obsługiwane przez zarządzającego posiadają istotny poziom aktywów na danym rynku. Agregacja testów warunków skrajnych dla ryzyka płynności może umożliwić zarządzającemu lepsze określenie kosztu lub czasu likwidacji każdego z papierów wartościowych w drodze rozważenia skali transakcji, skrajnych warunków rynkowych i ryzyka kontrahenta.

¹³ Więcej informacji – zob. [Przewodnik stosowania testów warunków skrajnych w spółkach zarządzania aktywami \(Guide to the use of stress tests as part of risk management within asset management companies\)](#), AMF, strona 18 i [Testy warunków skrajnych w niemieckich spółkach zarządzania aktywami \(Liquidity stress testing in German asset management companies\)](#), BaFin, s. 29–31.

V.2 Wytyczne obowiązujące depozytariuszy

74. **Depozytariusz powinien ustanowić odpowiednie procedury weryfikacji, aby sprawdzić, czy zarządzający funduszu dysponuje odpowiednimi procedurami na potrzeby programu testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności.**
75. W ramach weryfikacji depozytariusz nie ma obowiązku dokonywania oceny adekwatności testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności. Przykładowo jednym ze sposobów zweryfikowania, czy test warunków skrajnych dla ryzyka płynności istnieje i jest przeprowadzany, jest potwierdzenie, że proces zarządzania ryzykiem przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe lub polityka zarządzania ryzykiem alternatywnego funduszu inwestycyjnego przewiduje przeprowadzanie testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności w odniesieniu do danego funduszu.
76. Zarówno w świetle dyrektywy w sprawie UCITS, jak i dyrektywy w sprawie ZAFI depozytariusze mają obowiązek wdrażania procedur służących zweryfikowaniu, czy fundusz przestrzega obowiązków przewidzianych tymi dyrektywami¹⁴.
77. Jeżeli depozytariusz nie ma pewności, że test warunków skrajnych dla ryzyka płynności istnieje, powinien podjąć takie działania jak w przypadku wystąpienia innych dowodów na potencjalne naruszenie przepisów przez zarządzającego. W zależności od systemu krajowego może to wymagać od depozytariusza informowania (lub wymagania od zarządzającego informowania) właściwych organów krajowych o nieprzestrzeganiu przez zarządzającego obowiązujących przepisów.
78. Depozytariusz nie musi replikować ani weryfikować testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności prowadzonego przez zarządzającego.

V.3 Współpraca z właściwymi organami krajowymi

79. Właściwe organy krajowe mogą, postępując w tym zakresie według własnego uznania, zlecić przedłożenie testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności stosowanego przez zarządzającego, aby pomóc wykazać, że fundusz prawdopodobnie będzie spełniał obowiązujące przepisy, w tym przepisy dotyczące zdolności funduszu do realizacji zleceń umorzenia w warunkach zwykłych i skrajnych.
80. Co więcej, menedżerowie powinni zawiadomić właściwe organy krajowe o istotnym ryzyku i działaniach podjętych w celu zareagowania na takie ryzyko.
81. Właściwe organy krajowe mogą, postępując w tym zakresie według własnego uznania, zlecić zarządzającym przekazywanie im innych informacji dotyczących testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności, w tym modeli testu warunków skrajnych dla ryzyka płynności i ich wyników. Może być tak szczególnie w okresie dużej skali umorzeń na rynku.

¹⁴ W przypadku dyrektywy w sprawie UCITS – zgodnie z art. 3 ust. 2 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/438. W przypadku dyrektywy w sprawie ZAFI – zgodnie z art. 95 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 231/2013

