

Tematisk bedömning om likviditetsstresstest i specialplaceringsfonder som placerar i fastigheter: Förutsättningarna i regleringen och Finansinspektionens syn på likviditetsstresstesten

Finansinspektionen genomförde i början av år 2023 en tematisk bedömning om likviditetsstresstest i specialplaceringsfonder som placerar i fastigheter (nedan även ”fastighetsfonder” eller ”fonder”). Finansinspektionen publicerade ett [tillsynsmeddelande](#) om iakttagelserna i den tematiska bedömningen och rapporten finns som bilaga till tillsynsmeddelandet.

Målet med den tematiska bedömningen är att säkerställa att likviditetsrisken i fonder som placerar i investeringsobjekt med en svagare likviditet bedöms med hjälp av regelbundna omfattande stress-test i enlighet med regleringen både i normala och exceptionella marknadslägen.

Regleringen om alternativa investeringsfonder förutsätter att bolaget använder sig av ett lämpligt system för likviditetshantering för att trygga likviditeten för de fonder som det förvaltar. Fondens investeringsstrategi, likviditetsprofil och inlösenpolicy ska vara konsekventa sinsemellan. Riskhanteringsfunktionen ska regelbundet genomföra stresstester som gör det möjligt att bedöma likviditetsrisker.¹

I den här rapporten har Finansinspektionen sammanställt förutsättningarna i regleringen och Finansinspektionens syn på likviditetsstresstesten.

Ansvar och uppgifter vid upprättande och genomförande av stresstester

En AIF-förvaltare ska i förhållande till sin verksamhet ha tillräcklig intern kontroll och riskhantering. Arrangemangen ska ses över och vid behov uppdateras minst en gång per år. Riskhanteringen ska organiseras så att det går att identifiera, mäta, hantera och övervaka alla de väsentliga risker som är relevanta för varje AIF-fonds investeringsstrategi och för vilka fonden är exponerad eller kan komma att exponeras.² Riskhanteringsfunktionen ska regelbundet genomföra stresstester som gör det möjligt att bedöma likviditetsrisker.³

Enligt Finansinspektionen utgör planeringen och upprättandet av stresstest en del av likviditetshandlingen hos AIF-förvaltare och de fonder som de förvaltar samt en del av bolagets riskhantering. Stresstestningen kan delegeras om AIF-förvaltarens riskhanteringsfunktion ser till att själv fastställa tillämpliga scenarier för varje fond, vilka ska användas i stresstestningen av likviditeten.

Riskhanteringen betraktas som en kritisk funktion för AIF-förvaltaren. Det ska ingå ett skriftligt avtal om delegering av en kritisk funktion. I samband med delegering av riskhanteringen ska även i

¹ 8 kap. 6 § 1, 2 mom. i lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder (AIFM-lagen)

² 8 kap. 1 § i AIFM-lagen

³ 8 kap. 6 § 2 mom. i AIFM-lagen

övrigt följas vad som föreskrivs om delegering av funktioner i 10 kap. i lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Det bör särskilt beaktas att varken portföljförvaltning eller riskhantering får delegeras.

Frekvens för stresstesterna

Enligt tillämpliga regelverk ska bolagen genomföra stresstester regelbundet.⁴ Frekvensen för stresstesterna ska fastställas med beaktande av fondens investeringsstrategi, likviditetsprofil, typ av investerare och inlösenpolitik.⁵

Rekommendationen är att stresstester bör genomföras varje kvartal eller oftare. Ett längre eller kortare intervall bör beslutas med utgångspunkt i fondens egenskaper och motiveringarna till ett sådant beslut bör dokumenteras.⁶ Mycket likvida tillgångar eller minskad handel med fondandelar kan betraktas som faktorer som motiverar ett kortare intervall.

Enligt Finansinspektionens bedömning ska stresstester av illikvida investeringar såsom öppna fonder som investerar i fastigheter utföras minst lika ofta som bolaget är skyldigt att lösa in andelar. Finansinspektionen betonar dock att det är motiverat att utföra stresstester oftare om andra faktorer såsom en kort anmälningstid för krav på inlösen eller ett osäkert marknadsläge förutsätter det.

Rapportering av stresstestresultaten

Enligt tillämpliga regelverk ska riskhanteringsfunktionen till bolagets styrelse rapportera och tillhandahålla regelbundna uppdateringar av följande uppgifter med en frekvens som är ändamålsenlig med tanke på verksamhetens art, omfattning och komplexitet.⁷

- överensstämmelse mellan riskprofilen och iakttagandet av riskbegränsningarna,
- riskhanteringsprocessens lämplighet och effektivitet och framför allt om lämpliga korrigeringsåtgärder har vidtagits eller kommer att vidtas vid faktiska eller väntade överskridanden av fondföretagens riskbegränsningar.

Riskhanteringsfunktionen ska därtill till högsta ledningen regelbundet rapportera uppgifter om den aktuella risknivån för var och en av de förvaltade AIF-fonderna och alla faktiska eller förväntade överskridanden av eventuella riskbegränsningar för att se till att lämpliga åtgärder kan vidtas utan dröjsmål.⁸

Vid planering av modeller för likviditetsstresstester och upprättande av interna instruktioner ska bolaget fastställa hur stresstestresultaten rapporteras internt i bolaget (rapporteringsintervall och mottagare).⁹

⁴ 8 kap. 6 § 2 mom. i AIFM-lagen

⁵ Artikel 48.2.e i kommissionens delegerade förordning nr 231/2013 av den 19 december 2012 (AIFM-förordning)

⁶ Punkt 25 i Esmas riktlinjer (Riktlinjer för likviditetsstresstester i företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) och alternativa investeringsfonder ESMA34-39-897)

⁷ Artikel 39.1d i AIFM-förordningen

⁸ Artikel 39.1e i AIFM-förordningen

⁹ Punkterna 16d och 24a, b, d i Esmas riktlinjer

Investerings tjänster och -produkter

12.9.2023 FIVA 2022/1817
FB/FI-OBEGRÄNSAD TILLGÅNG
Offentligt

Enligt Finansinspektionens bedömning ska stresstestresultaten rapporteras till högsta ledningen och styrelsen efter slutförandet av varje enskilt stresstest för att dessa ska kunna vidta åtgärder med anledning av de förväntade likviditetsutmaningar som framgår av stresstesterna.

Bolaget ska dessutom se till att stresstestrapporterna är tillräckligt omfattande och innehåller uppgifter om väsentliga faktorer, såsom åtminstone stressscenarier, stresstestresultat och eventuella åtgärder. Om de gränser som fastställts enligt stresstestresultaten har överskridits, ska en tydlig beskrivning av vidtagna och planerade åtgärder upprättas samt anges vilka följder de har till exempel för användningen av likviditetshanteringsverktyg och den lika behandlingen av investerare.

Beaktandet av den tid som krävs för likvidation av fondens tillgångar¹⁰ i stresstesten

Regleringen förutsätter att man med systemen och förfarandena för likviditetshantering åtminstone säkerställer att AIF-förvaltaren har en lämplig likviditetsnivå i förhållande till sina skyldigheter med beaktande av den tid som krävs för likvidation samt det pris eller värde som tillgångarna kan likvideras till.¹¹ I analysen av den tid som krävs för likvidation av fondens tillgångar ska fondens inlösen villkor beaktas.¹²

Enligt Finansinspektionen ska fondens tillgångar indelas enligt den uppskattade tid som krävs för likvidation av tillgångarna i så kallade likvidationsklasser, på basis av vilka det kan bedömas hur stor del av fondens tillgångar som kan likvideras i enlighet med fondens inlösen villkor. Stresstestscenarierna ska även beakta anmälningstiden för inlösen. I scenarier för exceptionella marknads lägen bör det beaktas att den tid som krävs för likvidation av fastigheter i allmänhet är längre än i ett normalt marknadsläge. Den tid som krävs för likvidation av fondens tillgångar ska enligt fondens inlösenpolicy minst indelas med beaktande av inlösenfrekvensen¹³ och anmälningstiden för inlösen både i normala och exceptionella marknadslägen.

Enligt regleringen ska AIF-fondens investeringsstrategi, likviditetsprofil och inlösenpolicy vara konsekventa sinsemellan.¹⁴ Enligt Finansinspektionen ska en fond som investerar i icke-likvida investeringsobjekt särskilt noggrant planera fondens investeringsstrategi och investeringarnas allokering så att de är förenliga med fondens inlösenpolicy. Icke-likvida investeringsobjekt såsom fastigheter kan inte nödvändigtvis likvideras under tiden mellan anmälningstiden för inlösen i fonden och dagen för utbetalning av inlösenbeloppet. Bolaget ska även bedöma om fondens gällande stadgar till alla delar uppfyller kravet på att fondens investeringsstrategi, likviditetsprofil och inlösenpolicy ska vara konsekventa sinsemellan.

På grund av det anser Finansinspektionen att det är motiverat för fastighetsfonder att en del av fondens investeringar är gjorda i tillgångar som kräver en kortare tid för likvidation än anmälningstiden för inlösen av fondandelar. Enligt Finansinspektionen kan en för liten andel likvida tillgångar av fondens totala tillgångar vara problematisk. Andelen likvida tillgångar är naturligtvis beroende av typen av tillgångar i fonden, marknadssituationen och eventuellt även av andra faktorer, men enligt Finansinspektionen kan redan en andel på under tio procent av fondens totala tillgångar lätt leda till problem. Andelen likvida tillgångar ska på motsvarande sätt vara större, om marknadssituationen och andra faktorer förutsätter det.

¹⁰ I Esmas riktlinjer används begreppet "tidsåtgång"

¹¹ Artikel 47.1 (a) i AIFM-förordningen

¹² Punkt 46 i Esmas riktlinjer

¹³ Med inlösenfrekvens avses de tidpunkter enligt fondens stadgar, då bolaget är skyldigt att lösa in fondandelar enligt fondandelsägarnas krav.

¹⁴ 8 kap. 6 § 1 mom. i AIFM-lagen

Fondförvaltaren kan också i tillämpliga delar beakta likvidationskostnaderna för att simulera fondens likviditet i normala och stressade förhållanden. Likvidationskostnaderna beror på typen av tillgång, likvidationstidsplanen och storleken på transaktionen/ordern.¹⁵ Finansinspektionen uppmanar bolaget att bedöma huruvida likvidationskostnaderna ska beaktas i stresstesten.

Beaktande av marknadsrisker i stresstesterna

Stresstesterna ska täcka in marknadsrisker och eventuella följder av sådana risker.¹⁶ Vidare ska stresstesterna beakta värderingskänslighet i kritiska situationer.¹⁷

I stressscenarierna för fastighetsfonder ska sådana marknadsrisker som kan påverka fondens likviditet beaktas. Marknadsriskerna kan gälla till exempel en nedgång i fastigheternas värden eller uthyrningsgrad, högre förvaltnings-, underhålls- eller reparationskostnader eller stigande räntekostnader.

Finansinspektionen anser att stresstesterna ska beakta en eventuell nedgång i fastigheternas värden och eventuella följder av nedgången för fondens likviditet. Enligt Finansinspektionens bedömning ska följderna av en nedgång i fastigheternas värden också bedömas mot bakgrund av andra faktorer såsom fondens skuldgrad. Om värderingen av fastigheter framför allt i exceptionella marknadssituationer kan påverkas av faktorer såsom begränsad tillgång till en tillförlitlig värdering, fastigheternas likviditet och andelsägarnas likabehandling, ska dessa faktorer beaktas i stresstesterna. Det kan till exempel hända att en tillförlitlig värdering inte är tillgänglig eller att värderingen är begränsad.

Beaktande av inlösen av fondandelar i stresstesterna

Enligt tillämpliga regelverk ska en AIF-förvaltare vid övervakning av fondens likviditetsprofil beakta profilen hos AIF-fondens investerare, inbegripet typ av investerare, den relativa storleken på investeringarna och investeringarnas inlösenvillkor.¹⁸ Likviditetsstresstesterna ska simulera ovanlig inlösenbegäran med beaktande av de senaste och de förväntade teckningarna och inlösningarna.¹⁹ Stresstesterna ska anpassas till varje fond på ett lämpligt sätt så att antaganden om investerarens beteende (brutto- och nettoinlösen) och likvidering av tillgångar beaktas för varje enskild fond²⁰ och så att den inkluderar riskfaktorer avseende investerartyp och koncentration med hänsyn till fondens karaktär, storlek och komplexitet²¹.

Enligt Finansinspektionens bedömning ska bolaget bedöma effekterna av typen av investerare för inlösen från fonden. Om bolaget konstaterar att typen av investerare påverkar inlösen, ska detta beaktas i likviditetsstresstesterna av fonden. Om bolaget känner till att en viss typ av investerare har investerat i fonden med skuldfinansiering, ska detta beaktas i inlösen scenariot för fonden. Koncentrationen av investerare ska också beaktas i stresstesterna. Inlösen som begärs av den största

¹⁵ Punkt 44 i Esmas riktlinjer

¹⁶ Artikel 47.1.a, 48.2c i AIFM-förordningen

¹⁷ Artikel 48.2d i AIFM-förordningen

¹⁸ Artikel 47.1.b i AIFM-förordningen

¹⁹ Skäl 62, artikel 48.2b i AIFM-förordningen

²⁰ Punkt 30 i Esmas riktlinjer

²¹ Punkt 50 i Esmas riktlinjer

andelsägaren är nödvändigtvis inte ett tillfredsställande scenario i stresstesterna, om inte storleken av det enskilda innehavet medför en särskild risk för fondens likviditet.

I stresstesterna av fondens skulder ska tillräckligt stora inlösenbelopp beaktas om stresstesterna endast beaktar inlösen vid en enda tidpunkt. Finansinspektionen betraktar det dock som god praxis att inlösen för flera successiva inlösentidpunkter beaktas, då bolaget får en bättre uppfattning om likviditetsutvecklingen i en situation där fonden är föremål för betydande inlösen under flera inlösentidpunkter. Flera fastighetsfonder har blivit föremål för historiskt stora inlösningar, varför inlösenuppdrag för det rådande marknadsläget framöver ska användas som ett scenario i stresstesterna av fonden utöver andra scenarier.

Beaktande av fondens andra skulder i stresstesterna

AIF-förvaltaren ska vid övervakning av varje enskild fond beakta åtaganden, eventuella förpliktelser eller andra åtaganden som AIF-fonden kan ha i förhållande till sina underliggande skulder.²² Fondförvaltaren ska i likviditetsstresstesterna i förekommande fall beakta andra typer av skulder under vanliga och stressade omständigheter. Alla relevanta poster på skuldsidan av fondens balansräkning (inklusive andra poster än inlösen) bör omfattas av likviditetsstresstester.²³ Fastighetsfonder som använder främmande kapital (hävstångseffekt) i sin investeringsstrategi ska i sina stresstester simulera ökade räntesatser och följderna för fondens betalningsskyldigheter.²⁴

Enligt Finansinspektionens bedömning ska riskhanteringsfunktionen bedöma effekterna av framtida händelser och/eller investeringar, inbegripet åtaganden till nybyggnation och byggprojekt samt relaterade oväntade händelser för fondens likviditet och inkludera dessa åtaganden i stresstesterna. Det är inte nödvändigtvis tillräckligt att stresstesterna simulerar räntekänsligheten, utan bolagen ska också beakta (den totala) skuldgraden och andra faktorer som påverkar skuldgraden.

Kombinerade likviditetsstresstester på tillgångar och skulder

Enligt regleringen ska förvaltaren efter separata stresstester på tillgångarna och skulderna på ett lämpligt sätt kombinera resultaten av likviditetsstresstester för att bestämma den övergripande effekten på fondens likviditet.²⁵ Om metoden inte kräver någon bedömning av tiden och/eller kostnaden för likvidering av fondens tillgångar, ska den valda metoden förklaras och dokumenteras.²⁶

Enligt Finansinspektionen

- ska bolaget bedöma vilka faktorer som avser tillgångar och skulder som är betydande med tanke på likviditeten
- ska åtminstone inlösen, inlösenvillkoren samt tiden för likvidering av fondens tillgångar granskas tillsammans för att få en helhetsuppfattning om huruvida det är skäl att vidta åtgärder som gäller fondens likviditet.

²² Artikel 47b i AIFM-förordningen

²³ Punkt 57 i Esmas riktlinjer

²⁴ Punkt 59 i Esmas riktlinjer

²⁵ Punkt 67 i Esmas riktlinjer

²⁶ Punkt 70 i Esmas riktlinjer

Omvända stresstester

Enligt Esmas riktlinjer kan fonder i förekommande fall också använda omvända stresstester. Omvända stresstester kan användas för att bestämma om åtgärder ska vidtas för att säkra tillräcklig likviditet för fonden och huruvida en sådan omständighet skulle vara tillräckligt exceptionell för att möjliggöra avbrott i inlösenuppdrag i enlighet med tillämpliga regler.²⁷ Förvaltare som använder omvända stresstester ska simulera likvidering av tillgångar på ett sätt som avspeglar hur förvaltare skulle likvidera tillgångar under en period med exceptionell marknadsstress.

Omvända stresstester ska ta hänsyn till hanteringen av både kvarvarande och inlösande enhetsinnehavare, rollen för transaktionskostnader och huruvida snabbförsäljningspriser skulle accepteras eller inte.²⁸ En alternativ investeringsfond kan använda omvända stresstester för simulering av den tillgångsnivå som kan likvideras före tillämpning av "särskilda arrangemang"²⁹ tillåtna enligt fondens inlösenpolicy och nationella regler.³⁰

Finansinspektionen uppmanar bolagen att bedöma nyttan av omvända stresstester för de fonder som de förvaltar.

Resultaten av stresstesten, översynen av dem och eventuella fortsatta åtgärder

Enligt regleringen ska bolaget övervaka stresstestens resultat, fastställa gränsvärden för stresstesten och övervaka att stresstestens gränser följs. Om resultaten av stresstesten så förutsätter eller stresstestens gränsvärden överskrids ska bolaget även fastställa nödvändiga åtgärder.³¹

Finansinspektionen anser det vara särskilt viktigt att bolagen utifrån stresstestens resultat:

- bedömer om stresstestscenarier, indikatorer och riskgränser är uppdaterade och relevanta i förhållande till marknadsläget och marknadsförväntningarna
- vid behov uppdatera stresstestens scenarier, indikatorer och riskgränser
- bedöma resultaten och deras konsekvenser
- vid behov rapportera resultaten vidare till bolagets ledning och/eller styrelse
- bedöma behovet av att genomföra stresstest oftare särskilt i exceptionella marknads lägen

Interna anvisningar om stresstest

AIF-förvaltare ska enligt regleringen dokumentera sin policy och den metod som används för likviditetsstresstester, vilka även inkluderar förfarandena för stresstestning av likviditeten samt periodiskt se över dem minst en gång om året och i förekommande fall uppdatera dem vid eventuella förändringar eller omorganiseringar.³²

Enligt Finansinspektionen ska policyn för likviditetsstresstester inkludera åtminstone de uppgifter som ges i punkt 24, underpunkterna a–l i Esmas riktlinjer.

²⁷ Punkt 35 i Esmas riktlinjer

²⁸ Punkt 33 i Esmas riktlinjer

²⁹ Skäl 59 i AIFM-förordningen

³⁰ Punkt 36 i Esmas riktlinjer

³¹ Artikel 48.1 (3) i AIFM-förordningen, styckena 24 d–f, 28 i Esmas riktlinjer

³² Artikel 47.2 i AIFM-förordningen, punkt 24 i Esmas riktlinjer