

Rapport

# Verkenning naar toepassing van liquiditeitsstresstests door vermogensbeheerders

December 2024

# 1 Inleiding

In de afgelopen jaren hebben er meerdere marktbrede schokken plaatsgevonden (zoals de coronapandemie en de oorlog in Oekraïne) die impact hebben op de economie en financiële markten. Ook op dit moment spelen er forse risico's voor financiële instellingen vanwege het verslechterde economische en geopolitieke klimaat. Zo ontstaan er geopolitieke spanningen door conflicten in Oekraïne en het Midden-Oosten en nemen handelsrestricties mogelijk toe door de verkiezingsuitslag in de VS. Die spanningen kunnen zich onder meer uiten in stress op financiële markten (bij escalatie van conflicten) waardoor het financiële stelsel wordt geraakt. Zulke gebeurtenissen vinden onverwachts plaats en kunnen impact hebben op financiële instellingen, waaronder beleggingsinstellingen.

Het is daarom van groot belang dat beheerders van beleggingsinstellingen en ICBE's goed voorbereid zijn op onverwachte gebeurtenissen. Het uitvoeren van reguliere liquiditeitsstresstests (**LST's**) helpt daarbij en draagt zodoende bij aan het mitigeren van risico's. Het is dus belangrijk dat beheerders een adequaat LST-beleid hebben opgesteld en geïmplementeerd.

In de tweede helft van 2023 hebben de Autoriteit Financiële Markten (**AFM**) en De Nederlandsche Bank (**DNB**) bij een zestal grote beheerders van beleggingsinstellingen en ICBE's (hierna: **beheerders**) een themaonderzoek uitgevoerd naar de toepassing van LST's door beheerders voor hun beleggingsinstellingen (zowel AIFs als ICBE's). De ESMA-richtsnoeren betreffende LST's zijn hierbij als uitgangspunt genomen. In dit rapport worden de bevindingen uit het onderzoek teruggekoppeld aan de sector.

Met het publiceren van de bevindingen streven de AFM en DNB ernaar beheerders een beeld te geven van hoe verschillende onderdelen uit het LST-beleid (volgens de ESMA-richtsnoeren) door vermogensbeheerders geïmplementeerd zijn. Met de bevindingen die in deze verkenning naar voren zijn gekomen kunnen beheerders hun eigen LST-beleid tegen het licht houden en waar nodig verbeteringen doorvoeren.

## Relevante wet- en regelgeving

Wettelijk kader	Artikelen relevant voor liquiditeitsstresstests
Richtlijn 2011/61/EU ( <b>AIFM-Richtlijn</b> ) inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen.	Artikel 16.
Gedelegeerde verordening (EU) nr. 231/2013 van de Commissie ( <b>AIFM-verordening</b> ).	Artikelen 46, 47 en 48.
Richtlijn 2009/65/EG ( <b>UCITS-Richtlijn</b> ) van het Europees parlement en de raad.	Artikel 51.
Richtlijn 2010/43/EU van de Commissie ( <b>UCITS II Richtlijn</b> ).	Artikel 40.
ESMA34-39-897, Richtsnoeren betreffende liquiditeitsstresstests in instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) en alternatieve beleggingsinstellingen (abi's).	Volledige richtsnoeren relevant.

## 2 Algemene bevindingen

Hieronder worden de bevindingen uit het onderzoek met betrekking tot de belangrijkste thema's omtrent LST-beleid, zoals deze ook in [de ESMA-richtsnoeren](#) zijn opgenomen, toegelicht. De bevindingen zien alleen op de beheerders die hebben meegewerkt aan het onderzoek, maar kunnen relevant zijn voor alle beheerders van beleggingsinstellingen en ICBE's. Het algemene beeld dat naar voren komt, is dat de onderzochte beheerders hun LST-beleid op orde hebben en LST's grotendeels uitvoeren in lijn met de ESMA-richtsnoeren. Wel zijn er nog een paar aandachtspunten waar de ESMA-richtsnoeren nog niet (volledig) door alle beheerders zijn geïmplementeerd. Zo geldt bijvoorbeeld dat - hoewel alle beheerders frequent LST's uitvoeren - bij sommige beheerders een voldoende onderbouwing mist voor de keuze van de frequentie van de LST's. Ook gebruiken niet alle beheerders zowel historische als hypothetische scenario's voor het uitvoeren van hun LST's. Indien beheerders alleen gebruik maken van historische scenario's hebben zij mogelijk geen duidelijk beeld van toekomstige stresssituaties die zwaarder zijn dan eerder is voorgekomen. Tot slot geldt dat bij het toepassen van scenario's aan de passiva zijde niet alle beheerders rekening houden met risicofactoren die verband houden met het type belegger en de beleggersconcentratie. Beheerders kunnen mede op basis van deze bevindingen hun eigen LST-beleid tegen het licht houden. De AFM en DNB verwachten van alle beheerders dat zij de richtsnoeren van ESMA toepassen en waar nodig verbeteringen in hun LST-beleid doorvoeren.

### 2.1 Governance en beleid

**Beheerders hebben hun liquiditeitsrisicobeheer, inclusief de toepassing van LST's, opgenomen in interne beleidsdocumenten.** Sommige beheerders verwijzen ten aanzien van LST's expliciet naar de ESMA-richtsnoeren bijvoorbeeld door aan te geven hoe bepaalde aspecten van het LST-beleid (zoals de frequentie van stresstests, keuze van scenario's etc.) zich verhouden tot de minimale vereisten en/of aanbevelingen in de ESMA-richtsnoeren. Beheerders hebben duidelijk vastgelegd hoe en aan wie er intern gerapporteerd wordt over de resultaten van de uitgevoerde LST's.

**Beheerders evalueren het geldende liquiditeitsrisicobeleid jaarlijks.** Daarnaast hebben sommige beheerders in hun beleid ook opgenomen dat bij uitzonderlijke omstandigheden het beleid eerder kan worden geëvalueerd.

### 2.2 Frequentie van stresstests

**Alle beheerders voeren frequent LST's uit. De frequentie varieert van wekelijks tot minimaal één keer per kwartaal.** Niet alle beheerders hebben een voldoende onderbouwing voor de keuze van de frequentie van de LST's. De vaststelling van een hogere of lagere frequentie moet volgens de richtsnoeren gebaseerd zijn op de kenmerken van het fonds en de redenen voor die vaststelling moeten in het LST-beleid worden vastgelegd. Bij het bepalen van de frequentie voor het uitvoeren van LST's wordt door beheerders vaak rekening gehouden met de samenstelling van de activa van een fonds. Indien de portfolio bijvoorbeeld zeer liquide is of handel in deelnemingsrechten minder frequent gebeurt - waardoor er weinig veranderingen in de uitkomst van de uitgevoerde LST's zijn - ligt de frequentie in sommige gevallen lager. Eén beheerder houdt bij het bepalen van de frequentie ook rekening met de samenstelling van de investeerdersbasis. Een verandering van de investeerdersbasis kan namelijk impact hebben op de maximale onttrekkingen uit een fonds in tijden van stress. Eén beheerder heeft aangegeven op ad-hoc basis LST's te hebben uitgevoerd n.a.v. stress op de financiële markten.

## 2.3 Gebruik van software en modellen van derde partijen

### **Sommige beheerders gebruiken datamodellen van derde partijen in het kader van hun LST-beleid.**

Daarbij doen beheerders zelf aanvullende analyses en geven ze zelf interpretatie aan de uitkomsten van stresstests op basis van software/modellen van derde partijen. Indien beheerders gebruik maken van modellen van derde partijen is in de documentatie vastgelegd dat deze modellen moeten worden gevalideerd door de beheerder en benoemd welke afdeling hiervoor verantwoordelijk is. Sommige beheerders maken gebruik van meerdere databronnen, met name wanneer een beleggingsfonds minder liquide activa bevat waardoor mogelijk niet voor alle activa marktdata beschikbaar is. In dit laatste geval wordt soms ook teruggevallen op 'expert judgement' om de liquiditeit van de activa in te schatten.

## 2.4 Gebruikte scenario's

### **De meeste beheerders maken voor hun LST's gebruik van meerdere historische en hypothetische scenario's.**

Veelvoorkomende historische scenario's zijn bijvoorbeeld de grote financiële crisis van 2008-2010, de Europese schulden crisis van 2010-2012 en de coronacrisis van 2020-2021. Hypothetische scenario's worden door de meeste beheerders zowel aan de passivakant als aan de activakant toegepast. Aan de passivakant gaat het dan vooral om percentages van potentiële onttrekkingsverzoeken (bijvoorbeeld 5%, 10%, 20% tot en met het maximaal mogelijke uittreedpercentage). Aan de activakant hanteert een aantal beheerders een procentuele toename van de bid-ask spread (bijvoorbeeld de bid-ask spread + 100%) en/of een afname van de diepte van de markt (bijvoorbeeld een afname van de diepte van de markt met 50%). Onder 'diepte van de markt' verstaan we het volume dat tegen bepaalde kosten en binnen bepaalde tijd liquide gemaakt kan worden.

**Sommige beheerders maken enkel gebruik van historische of hypothetische scenario's.** Indien beheerders alleen gebruik maken van historische scenario's hebben zij mogelijk geen duidelijk beeld van toekomstige stresssituaties die zwaarder zijn dan eerder is voorgekomen. Hypothetische scenario's kunnen dan nuttig zijn, ook als deze scenario's verder weg liggen van wat er op basis van historische data plausibel wordt geacht. Dit volgt bovendien uit de ESMA-richtsnoeren.

## 2.5 Omgekeerde stresstests

**Sommige beheerders maken gebruik van omgekeerde stresstests.** Bij een omgekeerde stresstest wordt geïdentificeerd wanneer een fonds niet meer kan voldoen aan de liquiditeitsvraag. Een deel van de beheerders kijkt in dit geval bij welk percentage van uittreedverzoeken er liquiditeitsproblemen zullen optreden (bijvoorbeeld bij een uittreedverzoek van 10%, 15% of 20%). Een aantal beheerders dat gebruik maakt van hefboomfinanciering (leverage) gebruikt een omgekeerde stresstest om bijvoorbeeld te bepalen bij welke renteverandering er dermate hoge marginverplichtingen ontstaan dat er onvoldoende liquiditeit is om hieraan te voldoen. In deze situaties kan een omgekeerde stresstest een nuttige aanvulling zijn op het LST-beleid, in het bijzonder als reguliere LST's geen overschrijding van vastgestelde limieten laten zien.

## 2.6 Liquiditeit van activa in gestreste omstandigheden

**Beheerders gebruiken verschillende berekeningen bij het bepalen van de liquiditeit van de activa onder gestreste omstandigheden.** Dit is veelal een time to liquidity benadering of een transactiekostenbenadering, afhankelijk van de activaklasse. De time to liquidity benadering geeft aan welk deel van de portefeuille er binnen een bepaalde tijdshorizon geliquideerd kan worden onder

normale of gestreste marktomstandigheden. De transactiekostenbenadering focust op de kosten van liquidatie van activa (als % van netto activawaarde) waarbij vaak bid-ask spreads als input gebruikt worden en rekening wordt gehouden met handelsvolumes. Een aantal beheerders combineert beide benaderingen in hun stresstests. Dat kan nuttig zijn om inzichtelijk te maken of er op tijd voldoende liquiditeit kan worden gegenereerd om aan verplichtingen te voldoen en wat de impact van liquidatie is op zittende en uittredende beleggers. De transactiekosten kunnen daarbij ook als limiet dienen waarbinnen activa geliquideerd mogen worden.

#### **Sommige beheerders definiëren restricties met betrekking tot de liquidatiemethode in hun modellen.**

Dat kan gaan om pro-rata, near pro-rata en waterfall methodes. De liquidatiemethode kan impact hebben op zittende en uittredende beleggers. Door restricties te stellen aan de liquidatiemethode kunnen beheerders rekening houden met het belang van alle beleggers, zowel de beleggers die een beroep doen op terugbetaling als de resterende beleggers.

## **2.7 Onttrekkingen in gestreste omstandigheden**

**Beheerders gaan met name uit van de grootste historische netto uitstroom bij het berekenen van de liquiditeitsdruk vanuit onttrekkingen.** Daarbij berekenen ze bijvoorbeeld het 95e/99e percentiel van de distributie van historische uitstroom. Sommige beheerders modelleren daarnaast ook hypothetische uitstroombesonderingen in hun stresstests. Dit kan nuttig zijn omdat toekomstige uitstroom mogelijk groter is dan historische uitstroom en volgt ook uit de ESMA-richtsnoeren. Ook is het van nut als de tijdsreeks van uitstroom van een fonds niet lang genoeg is en daardoor geen data van gestreste omstandigheden bevat. Verder gebruiken sommige beheerders bij het modelleren van maximale uitstroom gegevens over het type belegger in de fondsen (institutioneel vs. retail) en de beleggersconcentratie.

## **2.8 Liquiditeitsvraag door leverage-gebruik**

**Voor het modelleren van liquiditeitsvraag vanuit margin calls uit hoofde van leverage gebruiken beheerders veelal een Value at Risk (VaR) model.** Het gebruik van leverage kan voor liquiditeitsvraag zorgen, bijvoorbeeld in het geval van margin calls op derivatenposities. In periodes van marktstress kan dit forse impact hebben op de liquiditeitspositie, dus is het belangrijk om dit mee te nemen in de LST's. De VaR geeft de maximale liquiditeitsvraag aan met een bepaalde waarschijnlijkheid en binnen een bepaalde tijdshorizon. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan een 99% VaR bij gestreste condities met een tijdshorizon van bijvoorbeeld 1, 5 of 20 dagen.

## **2.9 Combineren van gesimuleerde stress aan de activa- en passivakant**

**Beheerders verwerken de resultaten van de berekening van liquiditeit van activa en passiva in een gecombineerde stresstest.** Veel beheerders berekenen hierbij een *Redemption Coverage Ratio* (RCR) of *Liquidity Coverage Ratio* (LCR). Daarbij wordt de aanwezige hoeveelheid liquide activa gedeeld door de maximale onttrekkingen (+ eventuele liquiditeitsvraag vanuit margin calls en andere verplichtingen). Deze indicator geeft aan in hoeverre de liquide activa voldoende zijn om aan de verplichtingen te voldoen en kan voor verschillende tijdshorizons worden berekend (1, 5, 10 ... dagen, 1 maand etc.) afhankelijk van het type activa/passiva. Daarnaast berekenen beheerders de RCR/LCR soms onder verschillende historische en hypothetische stressscenario's met betrekking tot liquiditeit van activa en passiva. Tot slot monitoren sommige beheerders de verandering van de RCR/LCR van fondsen over tijd om eventuele trends in de beschikbare liquiditeit te identificeren.

## 2.10 Escalatieprocedure

### **Beheerders hebben vaak drempelwaardes/limieten gedefinieerd met betrekking tot de LST's.**

Sommige beheerders gebruiken meerdere signaalwaarden waaruit een bepaalde actie volgt: bijvoorbeeld bij een uitkomst van x kleurt de uitkomst groen (geen actie vereist), bij een uitkomst van y kleurt de uitkomst oranje (reden om intensiever te monitoren) en bij een uitkomst van z kleurt de uitkomst rood (reden om direct te escaleren). Bij alle beheerders wordt bij het overschrijden van vastgestelde drempelwaardes een proces in gang gezet om weer binnen de vastgestelde waardes te komen. Dit proces is echter niet altijd beschreven in het LST-beleid, terwijl dat op grond van de ESMA-richtsnoeren wel is voorgeschreven. Daarnaast leggen sommige beheerders een link tussen de uitkomsten van de LST's en de beschikbaarheid en mogelijke activatie van liquidity management tools (LMT's).