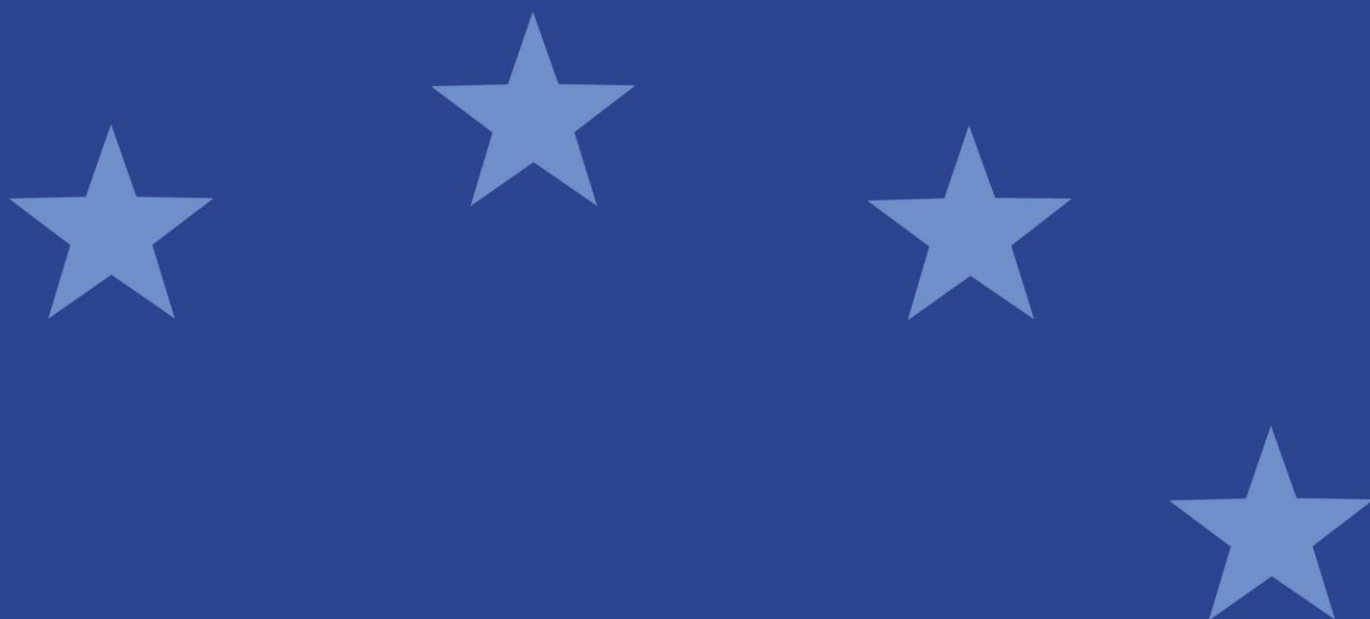




European Securities and  
Markets Authority

# Насоки

**относно стрес тестовете за ликвидност в ПКИПЦК и АИФ**





# 1 Съдържание

I. Обхват .....	2
II. Препратки към законодателни актове, съкращения и определения.....	4
III. Цел.....	8
IV. Задължения за спазване на препоръките и докладване .....	8
V. Насоки относно стрес тестовете за ликвидност на ПКПЦК и АИФ .....	10

## I. Обхват

### Кой?

1. Настоящите насоки се прилагат по отношение на управителите, депозитарите и НКО.

### Какво?

2. Настоящите насоки се отнасят до стрес тестовете за ликвидността в ПКИПЦК и АИФ.
3. По-специално по отношение на управителите те се прилагат предимно във връзка с член 16, параграф 1 от Директивата относно ЛУАИФ, членове 47 и 48 от Регламента за ЛУАИФ от ниво 2, член 51 от Директивата за ПКИПЦК, член 40, параграф 3 от Директивата за ПКИПЦК от ниво 2 и член 28 от Регламента за фондовете на паричния пазар (РФПП).
4. По отношение на депозитарите тези насоки се прилагат основно във връзка с член 21 от Директивата относно ЛУАИФ, член 92 от Регламента за ЛУАИФ от ниво 2, член 22, параграф 3 от Директивата за ПКИПЦК и член 3 от Регламента за ПКИПЦК от ниво 2.
5. Настоящите насоки се прилагат по отношение на ПКИПЦК и АИФ, включително:
  - а) ETF, независимо дали извършват дейност като ПКИПЦК или АИФ<sup>1</sup>;
  - б) АИФ от затворен тип, използващи ливъридж.
6. Насоките в раздели V.1.1 (Проектиране на СТЛ модели), V.1.2 (Разбиране на ликвидния риск), V.1.3 (Принципи на управление за СТЛ), V.1.4 (Политика относно СТЛ), V.2 (Насоки, приложими за депозитарите) и параграфи 79 и 81 от раздел V.3 (Взаимодействие с националните компетентни органи) се прилагат за ФПП, без да се засягат РФПП и Насоките на ESMA, приложими изключително за ФПП<sup>2</sup>, които са с по-голяма тежест в случай, че възникнат евентуални противоречия.
7. Тези насоки следва да бъдат адаптирани към характера, мащаба и сложността на фонда. Освен това темата за СТЛ естествено се припокрива с други аспекти на управлението на ликвидността във фондове, като например управление на

---

<sup>1</sup> За да няма съмнения се уточнява, че се прилагат настоящите насоки за ПКИПЦК, получаващи обезпечение по силата на ["Насоки на ESMA за ETF и други въпроси, свързани с ПКИПЦК \(ESMA 2014/937\)"](#). В параграф 45 от „Насоките на ESMA за борсово търгуваните фондове и други въпроси, свързани с ПКИПЦК“ се предвижда, че „ПКИПЦК, което получава обезпечение за най-малко 30% от своите активи, следва да разполага с подходяща политика за стрес тестове, за да гарантира провеждането на редовни стрес тестове при нормални и извънредни условия на ликвидност, за да даде възможност на ПКИПЦК да оцени свързания с обезпечението ликвиден риск“. Тази мярка е специфична за обстоятелствата, свързани с ПКИПЦК, докато Насоките относно стрес тестовете за ликвидност (СТЛ) са предназначени да предоставят насоки относно прилагането на стрес тестовете за ликвидност на инвестиционните фондове като цяло и следва да бъдат взети предвид от всички ПКИПЦК.

<sup>2</sup> Като например насоките на ESMA за определяне на общи референтни параметри на сценариите за стрес тестове, които да бъдат включени в стрес тестовете на управителите на ФПП (понастоящем наричани ["ESMA34-49-115"](#))



ликвидни активи и по-малко ликвидни активи, диверсификация и мерки за прилагане, като например последващи допълнителни инструменти за управление на ликвидността (д-ИУЛ). Настоящите насоки нямат за цел да предоставят изчерпателни насоки по въпроси, свързани с управлението на ликвидността извън обхвата на СТЛ.

### **Кога?**

8. Настоящите насоки се прилагат от 30 септември 2020 г.

## II. Препратки към законодателни актове, съкращения и определения

### Препратки към законодателни актове

<i>Директивата за ПКИПЦК</i>	Директива 2009/65/ЕО относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) <sup>3</sup> .
Директива за ПКИПЦК от ниво 2	Директива 2010/43/ЕС на Комисията от 1 юли 2010 година за прилагане на Директива 2009/65/ЕО на Европейския парламент и на Съвета по отношение на организационните изисквания, конфликтите на интереси, правилата за поведение, управлението на риска и съдържанието на споразумението между депозитар и управляващо дружество. <sup>4</sup>
<i>Директива относно ЛУАИФ</i>	2011/61/ЕС относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове и за изменение на директиви 2003/41/ЕО и 2009/65/ЕО и на регламенти (ЕО) № 1060/2009 и (ЕС) № 1095/2010 <sup>5</sup> .
<i>Регламент за ЛУАИФ от ниво 2</i>	Делегиран регламент (ЕС) № 231/2013 на Комисията за допълване на Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета по отношение на освобождаванията, общите условия във връзка с дейността, депозитарите, ливъриджа, прозрачността и надзора.
<i>ДРК (ЕС) 2016/438</i>	Делегиран регламент (ЕС) 2016/438 на Комисията за допълване на Директива № 2009/65/ЕО на Европейския парламент и на Съвета по отношение на задълженията на депозитарите <sup>6</sup> .
<i>РФПП</i>	Регламент (ЕС) 2017/1131 относно фондовете на паричния пазар <sup>7</sup> .
<i>Регламент за ESMA</i>	Регламент (ЕС) № 1095/2010 на Европейския парламент и на Съвета от 24 ноември 2010 година за

<sup>3</sup> ОВ L 302, 17.11.2009 г., стр. 32—96.

<sup>4</sup> ОВ L 176, 10.7.2010 г., стр. 42—61

<sup>5</sup> ОВ L 174, 1.7.2011 г., стр. 1.

<sup>6</sup> ОВ L 78, 24.3.2016 г., стр. 11—30.

<sup>7</sup> ОВ L 169, 30.6.2017 г., стр. 46—127.



създаване на Европейски надзорен орган (Европейски орган за ценни книжа и пазари), за изменение на Решение № 716/2009/ЕО и за отмяна на Решение 2009/77/ЕО на Комисията<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> ОВ L 331, 15.12.2010 г., стр. 84.

## Съкращения

<i>АИФ</i>	Алтернативен инвестиционен фонд
<i>ПУР на АИФ</i>	Политика за управление на риска на ЛУАИФ
<i>ЛУАИФ</i>	Лице, управляващо алтернативен инвестиционен фонд
<i>д-ИУЛ</i>	Допълнителен инструмент за управление на ликвидността
<i>ETF</i>	Борсово търгуван фонд
<i>ESMA</i>	Европейски орган за ценни книжа и пазари
<i>ЕССР</i>	Европейски съвет за системен риск
<i>ЕС</i>	Европейски съюз
<i>FoF</i>	Фондове, инвестиращи в други инвестиционни фондове
<i>СФС</i>	Съвет за финансова стабилност
<i>Обменен валутен курс</i>	Чуждестранна валута
<i>СТЛ</i>	Стрес тестване на ликвидността
<i>ФПП</i>	Фонд на паричния пазар
<i>НКО</i>	Национален компетентен орган
<i>КПО</i>	Коефициент на покритие при обратно изкупуване
<i>ОСТ</i>	Обратно стрес тестване
<i>ПКИПЦК</i>	Предприятие за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа
<i>ПУР на ПКИПЦК</i>	Процес за управление на риска на ПКИПЦК



## Определения

<i>АИФ от затворен тип</i>	АИФ, различен от АИФ от отворен тип, който е АИФ, отговарящ на критериите по член 1, параграф 2 от Делегиран регламент (ЕС) № 694/2014 на Комисията <sup>9</sup>
<i>депозитар</i>	Депозитар на ПКИПЦК или АИФ
<i>последващи д-ИУЛ</i>	инструменти/мерки, прилагани от управителите при изключителни обстоятелства с цел контрол или ограничаване на търгуването с акции/дялове на фондове в интерес на инвеститорите, включително, но не само, временна отмяна на търгуването с дялове, отлагане на сделки и влагане в странични сметки
<i>Цена при спешна продажба</i>	ликвидиране на актив при съществена отстъпка от неговата справедлива стойност
<i>фонд</i>	ПКИПЦК или АИФ
<i>разходи за ликвидация</i>	разходите, платени от продавача на даден актив за своевременно изпълнение на дадена сделка за целите на ликвидността
<i>ликвиден риск</i>	рискът, че дадена позиция във фонда не може да бъде продадена, ликвидирана или приключена при ограничени разходи, за да се спазят по всяко време задълженията за обратно изкупуване на дялове/акции
<i>стрес тестване на ликвидността</i>	на инструмент за управление на риска от общата рамка за управление на ликвидния риск на управител, който симулира редица условия, включително: нормални и стресови (т.е. изключителни, малко вероятни или неблагоприятни) реалистични условия, за да оцени тяхното потенциално въздействие върху финансирането (задълженията), активите, цялостната ликвидност на фонда и необходимите последващи действия
<i>управител</i>	а) по отношение на ПКИПЦК, управляващото дружество на ПКИПЦК или, в случай на самоуправляващи се ПКИПЦК, инвестиционното дружество на ПКИПЦК;  б) във връзка с АИФ, ЛУАИФ или вътрешно управляван АИФ;

---

<sup>9</sup> ОВ L 183, 24.06.2014 г., стр. 18.



в) по отношение на ФПП, лицето, управляващо ФПП.

коефициент на покритие при обратно изкупуване	оценка на способността на активите на даден фонд да покриват задълженията за финансиране, произтичащи от страната на пасивите на счетоводния баланс, като например сътресението при обратно изкупуване
обратно стрес тестване	стрес тест на равнище фонд, който започва от определянето на предварително определените резултати за ликвидността на фонда (например моментът, в който фондът вече не би бил достатъчно ликвиден, за да отговори на исканията за обратно изкупуване на дялове), и след това изследва сценариите и обстоятелствата, които могат да предизвикат това
специален режим	специфични видове мерки за последващи д-ИУЛ, които са на разположение за някои АИФ и които оказват въздействие върху правата на инвеститорите за обратно изкупуване, като например странични сметки („side rockets“) или ограничения при обратното изкупуване („gates“)
<i>време за постигане на ликвидност</i>	подход, при който управителят може да оценява стойността на активите, които могат да бъдат ликвидирани срещу приемлива цена за определен период от време

### III. Цел

9. Настоящите насоки се основават на член 16, параграф 1 от Регламента за ESMA. Целта на настоящите насоки е да се установят последователни, ефикасни и ефективни надзорни практики в рамките на Европейската система за финансов надзор и да се гарантира общо, уеднаквено и последователно прилагане на правото на Съюза. По-специално, тяхната цел е да се повиши стандартът, последователността и в някои случаи честотата на вече предприетите СТЛ, и да се насърчи съгласуваният надзор на СТЛ от НКО.

### IV. Задължения за спазване на препоръките и докладване

#### Статут на тези насоки

10. Съгласно член 16, параграф 3 от Регламента за ESMA, НКО и участниците на финансовите пазари трябва да полагат всички усилия за спазване на тези насоки.

11. Компетентните органи, за които се отнасят настоящите насоки, следва да ги спазват, като ги включат в своите национални правни и/или надзорни практики, според случая, включително когато определени насоки са насочени предимно към участниците на финансовите пазари. В такива случаи компетентните органи следва да гарантират чрез своя надзор, че участниците на финансовите пазари спазват насоките.

#### **Изисквания за докладване**

12. В срок от два месеца от датата на публикуване на насоките на уебсайта на ESMA на всички официални езици на ЕС компетентните органи, по отношение на които се прилагат настоящите насоки, трябва да уведомят ESMA дали i) спазват, ii) не спазват, но възнамеряват да спазват, или iii) не спазват и не възнамеряват да спазват насоките.
13. Освен това, в случай че не спазват насоките, компетентните органи уведомяват ESMA относно своите мотиви за неспазване в рамките на два месеца след датата на публикуване на насоките на уебсайта на ESMA на всички официални езици на ЕС .
14. На уебсайта на ESMA е публикуван образец на уведомление. Попълненият образец се изпраща на ESMA.
15. От участниците на финансовите пазари не се изисква да докладват дали спазват тези насоки.



## **V. Насоки относно стрес тестовете за ликвидност на ПКИПЦК и АИФ**

### **V.1 Насоки, приложими за управители**

#### **V.1.1 Оформление на СТЛ моделите**

16. При изграждането на СТЛ модели управителите следва да определят:

- а рисковите фактори, които могат да окажат влияние върху ликвидността на фонда;
- б видовете сценарии, които да се използват, и степента на тяхната сериозност;
- в различните резултати и показатели, които трябва да бъдат наблюдавани въз основа на резултатите от СТЛ;
- г докладването на резултатите от СТЛ, резултатите и показателите по отношение на управлението; и
- д как резултатите от СТЛ се използват от управлението на риска, управлението на портфейла и от висшето ръководство.

17. Управителят следва да гарантира, че СТЛ предоставя информация, даваща възможност за последващи действия.

#### **V.1.2 Разбиране на ликвидните рискове**

18. Управителят следва задълбочено да познава ликвидните рискове, произтичащи от активите и пасивите на счетоводния баланс на фонда, и цялостния му ликвиден профил, за да използва СТЛ, подходящ за фонда, който управлява.

19. Управителят следва да постигне баланс, като използва СТЛ, който:

- а. е адекватно насочен, специфичен за фонда и подчертава основните фактори на ликвидния риск; и
- б. използва широк спектър от сценарии, за да представя по подходящ начин разнообразието на рисковете, поемани от фонда.

### **V.1.3 Принципи на управление за СТЛ**

- 20. СТЛ следва да бъде правилно интегрирано и включено във фонда за управление на риска в подкрепа на управлението на ликвидността. Тя следва да подлежи на подходящо управление и надзор, включително подходящи процедури за докладване и ескалация.**
21. СТЛ следва да се извършва при сходни условия и по отношение на други операции за управление на риска, които са предмет на регулаторни изисквания за независимост, включително изискването персоналът за управление на риска да действа независимо от други функции, като например управление на портфейла. Въпреки това структурата на управление следва да отчита как резултатите от СТЛ се вземат под внимание от функцията по управление на портфейла при управлението на фонда.
22. Когато управителят делегира задачи по управление на портфейл на трета страна, следва да се обърне специално внимание на изискването за независимост, за да се избегне създаването на зависимост от СТЛ на третата страна или прекаленото повлияване от нейните СТЛ.
23. Организационните изисквания включват изискването за ефикасно управление на конфликтите на интереси, произтичащи от привеждането в действие на СТЛ. Тези конфликти на интереси включват:
- a. предоставяне на възможност на други страни, като персонал за управление на портфейли (включително управители на портфейли от отделни юридически лица), да упражняват неправомерно влияние върху изпълнението на СТЛ, включително разчитане на решения, свързани с ликвидността на активите; и
  - b. управление на информацията относно резултатите от стрес тестовете. Ако информацията се споделя с клиент, следва да се гарантира, че това не би било в противоречие със задължението на управителя да третира справедливо всички инвеститори по начина, по който оповестява информацията относно фонда.

### **V.1.4 Политика в областта на СТЛ**

- 24. СТЛ следва да се документира в политика за СТЛ в рамките на ПКИПЦК и ПУР на АИФ, която следва да изисква от управителя периодично да прави преглед и при необходимост да адаптира СТЛ по целесъобразност. Политиката по отношение на СТЛ следва да включва най-малко следното:**
- a. ясно определение на ролята на висшето ръководство в процеса, включително управителния орган (например управителния съвет или попечителите);
  - b. неговата вътрешна собственост и какви функции за управление е/са отговорен(ни) за нейното изпълнение;

- в. неговото взаимодействие с други процедури за управление на ликвидния риск, включително плановете за действие в извънредни ситуации и функцията по управление на портфейла;
- г. изискване за редовно вътрешно отчитане на резултатите за СТЛ, в което се посочват честотата на докладване и получателите на доклада;
- д. периодичен преглед, документиране на резултатите и процедура за изменение на политиката, когато това се изисква от прегледа;
- е. обстоятелствата, които изискват ескалация, включително при нарушаване на ограниченията/праговете на ликвидност;
- ж. фондовете, предмет на СТЛ;
- з. първоначално утвърждаване на моделите на СТЛ и обосноваващите ги допускания, които следва да се извършват независимо от управлението на портфейла, но не непременно от субект/лице, външно за управителя;
- и. използваните видове и тежестта на използваните сценарии за стрес тестове и причините за техния избор;
- й. използваните допускания, свързани с наличието на сценариите, тяхната обосновка и честотата на тяхното преразглеждане;
- к. честотата на извършване на СТЛ и причините за избор на тази честота; и
- л. методите за ликвидиране на активи, включително ограниченията и използваните допускания.

### **V.1.5 Честота на СТЛ**

25. СТЛ следва да се извършва поне веднъж годишно и, когато е подходящо, да се използва на всички етапи от жизнения цикъл на даден фонд. Препоръчва се СТЛ да се извършват на всеки три месеца или по-често. Определянето на по-висока или по-ниска честота следва да се основава на характеристиките на фонда и причините за това определяне следва да бъдат включени в политиката за СТЛ. По този въпрос се допуска гъвкавост в зависимост от характера, мащаба, сложността и профила на ликвидност на фонда.
26. Когато вземат решение относно подходящата честота, управителите следва да вземат предвид следното:
- а. ликвидността на фонда, определена от управителя, и всяка промяна в ликвидността на активите;
  - б. честотата следва да се адаптира към фонда, а не да се възприема универсален подход към всички средства, управлявани от управителя; и

- в. типа фонд (затворен спрямо отворен тип), политиката за обратно изкупуване и ИУЛ, като например ограничения при обратното изкупуване („gates“) или странични сметки („side pockets“), могат да бъдат допълнителни фактори, които да се вземат предвид при определяне на подходящата честота на СТЛ.

27. Управителите следва да вземат предвид факторите, описани в таблицата по-долу, когато определят подходящата честота на СТЛ:

<b>Препоръчителна честота на СТЛ</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>На тримесечие</b>, освен ако тази по-висока или по-ниска честота не е оправдана от характеристиките на фонда. Обосновката следва да бъде записана в политиката за СТЛ.</li> </ul>
<b><u>Фактори, които могат да увеличат честотата на редовните СТЛ</u></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• По-честа работа с дялове.</li> <li>• Повишени рискове, произтичащи от пасиви, като например концентрирана инвеститорска база.</li> <li>• Комплексна инвестиционна стратегия (например широко използване на деривати).</li> <li>• База от слаболиквидни активи.</li> <li>• Предстоящо събитие, което може да има отрицателно въздействие върху ликвидността на фонда.</li> </ul>
<b><u>Фактори, които могат да намалят честотата на редовните СТЛ</u></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• База от много високоликвидни активи.</li> <li>• По-рядка работа с дялове на фонда.</li> </ul>
<b>Препоръчително използване на ad-hoc СТЛ</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• При първа възможност следва да се извършат ad-hoc СТЛ, ако управителят установи съществен риск за финансиране на ликвидността на фонда и се изисква своевременно отстраняване на проблема.</li> </ul>

## V.1.6 Използване на резултати от СТЛ

28. СТЛ следва да осигури резултати, които:

- а. спомагат да се гарантира, че фондът е достатъчно ликвиден, както се изисква от приложимите правила и условията за обратно изкупуване, предвидени в документацията на фонда;
- б. засилват способността на управителя да управлява ликвидността на фонда в най-добър интерес на инвеститорите, включително при планирането на периоди на повишен риск, свързан с ликвидността;
- в. спомагат за идентифициране на потенциални слабости в ликвидността на дадена инвестиционна стратегия и съдействат при вземането на инвестиционни решения; и

г. подпомагат наблюдението и вземането на решения за управление на риска, включително определянето на съответни вътрешни ограничения, от страна на управителя по отношение на ликвидността на фонда като допълнителен инструмент за управление на риска. Това може да включва гарантиране на това, че резултатите от СТЛ могат да бъдат измерени чрез сравними показатели, като например ключов показател за риска.

29. СТЛ следва да подпомага управителя при подготовката на фонд за криза и, в по-общ план, за планиране на действия при извънредни ситуации. Това планиране на действия при извънредни ситуации може да включва планове на управител за прилагане на последващи д-ИУЛ по отношение на фонд.

### **V.1.7 Адаптиране на СТЛ към всеки фонд**

30. СТЛ следва да се адаптира по подходящ начин към всеки фонд, включително чрез адаптиране на:

- а. честотата на СТЛ;
- б. видовете и сериозността на сценариите, които трябва да се използват за създаване на неблагоприятни условия, следва винаги да бъдат достатъчно строги, но реалистични и да се основават на ликвидните рискове, произтичащи от активите и пасивите на счетоводния баланс на фонда, както и от цялостния му ликвиден профил;
- в. допусканията относно поведението на инвеститорите (брутни и нетни обратни изкупувания) и ликвидирание на активи;
- г. сложността на СТЛ модела, която следва да отчита ~~сложността~~ на инвестиционната стратегия на фонда в цялост, състава на портфейла, ИУЛ и използването на ефективни техники за управление на портфейла; и
- д. в случая на ETF техните особености, например като се отчита ролята на оторизираните участници, моделите за обратно изкупуване и моделите на възпроизвеждане.

### **V.1.8 Сценарии за СТЛ**

31. СТЛ следва да използва хипотетични и исторически сценарии и, когато е целесъобразно – ОСТ. СТЛ не следва да разчита прекомерно на исторически данни, особено предвид факта, че бъдещите напрежения могат да се различават от досегашните.

32. Историческите сценарии за СТЛ биха могли да включват световната финансова криза през 2008—2010 г. или европейската дългова криза през 2010—2012 г.

Хипотетичните сценарии биха могли да включват повишаване на лихвените проценти, разширяване на кредитния спред или политически събития.

33. Управителите, които използват ОСТ, следва да симулират процес на ликвидация на активи, който отразява начина, по който управителят би ликвидирал активи в период на извънредно напрежение на пазара. ОСТ следва да вземе предвид третирането на оставащите, както и извършващите обратно изкупуване притежатели на дялове, както и ролята на разходите по сделките и дали ще бъдат приети или не цените за спешна продажба.
34. Фондовете, занимаващи се с инвестиционни стратегии, които ги излагат на рискове с ниска степен на вероятност с потенциално голямо въздействие, следва да отделят специално внимание на използването на ОСТ за оценка на последиците от извънредно пазарно събитие върху техния ликвиден профил.
35. ОСТ може да се използва, за да се установи дали е необходимо да се предприемат действия по гарантирането на достатъчната ликвидност на фонда или това обстоятелство би било изключително дотолкова, че да се приложи временна отмяна в съответствие с приложимите правила. В случая на ПКИПЦК „извънредните обстоятелства“ са тези по смисъла на член 84, параграф 2 от Директивата за ПКИПЦК, приложимите национални правила, на проспекта на фонда или правилата на фонда.
36. АИФ може също така да използва ОСТ, за да симулира равнището на активите, които могат да бъдат ликвидирани, преди да се приложат „специалните договорености“, допустими съобразно неговата политика за обратно изкупуване и националните правила.<sup>10</sup>

### **V.1.9 Наличност на данни**

37. **СТЛ следва да докаже, че управител е в състояние да преодолее ограниченията, свързани с наличието на данни, включително чрез:**
- а. избягване на оптимистичните допускания;**
  - б. обосноваване на използването на СТЛ модели на трети страни, включително когато моделът е разработен от трето лице, управляващо портфейл; и**
  - в. извършване на експертна оценка на качеството.**
38. По-специално управителите следва да адаптират своя подход, когато данните са ограничени, а всички използвани допускания следва да бъдат преразгледани по надлежния начин.

---

<sup>10</sup> Съображение 59 от Регламент (ЕС) № 231/2013 за ЛУАИФ от ниво 2.



39. Подходящите намаления на ликвидността на активите следва да бъдат симулирани както при нормални, така и при неблагоприятни пазарни условия, особено когато историческите данни не предоставят достатъчно силни примери за неблагоприятни условия. Не следва да се допуска, че портфейлът може да бъде ликвидиран при пълен среднодневен търгуван обем на даден актив, освен ако такова допускане може да бъде оправдано въз основа на емпирични доказателства.

### **V.1.10 Разработване на продукт**

40. По време на разработването на продукт управителят на фонд, за който е необходимо разрешение от НКО, следва:

а. да може да демонстрира пред НКО, че основните елементи на фонда, включително неговата стратегия и честотата на сделките, му позволяват да остане достатъчно ликвиден при нормални и неблагоприятни обстоятелства; и

б. при необходимост да предприема СТЛ за активите (използвайки модела на портфейла), както и за пасивите, като включи очаквания профил на инвеститора както от ранните, така и от късните етапи на съществуването на фонда.

41. СТЛ също може да се използва при стартирането на фонда, за да подпомогне установяването на факторите, които са важни за бъдещото управление на риска на фонда. Например количествено определяне на чувствителността на ликвидния риск на фонда; идентифициране на фактори, оказващи въздействие върху ликвидния риск; идентифициране на показатели/ключови индикатори за риск за проследяване извършването на проверка на ликвидния риск; и оценка на евентуални последващи д-ИУЛ или специални договорености, които да се включат в проспекта или правилата на фонда.

### **V.1.11 Активи на фонда за стрес тестове, за да се определи въздействието върху ликвидността на фонда**

42. СТЛ следва да даде възможност на управителя да оцени не само времето и/или разходите за ликвидация на активите в даден портфейл, но също така дали подобна дейност би била допустима, като се имат предвид:

а. целите и инвестиционната политика на фонда;

б. задължението за управление на фонда в интерес на инвеститорите;

в. всякакви приложими задължения за ликвидирани на активи при ограничени разходи; и

г. задължението за поддържане на рисковия профил на фонда след ликвидацията на част от неговите активи.

43. Разходите за ликвидация и времето за постигането на ликвидност представляват двата основни подхода, които обикновено се използват от управителите за симулиране на ликвидността на активите при нормални и неблагоприятни условия. Управителите следва да приложат подходящия метод за индивидуалния фонд. По отношение на фонда могат да бъдат възприети и други подходи.
44. Разходите за ликвидация зависят от вида на актива, периода на ликвидация и размера на търговията/поръчката. Управителите следва да вземат предвид тези три фактора, когато оценяват ликвидационните разходи на техните активи при нормални и неблагоприятни условия.
45. Управителите следва да отчетат значителен брой и най-различни пазарни напрежения при оценката на разходите за ликвидация и времето за ликвидация при неблагоприятни условия, които обикновено се характеризират с по-висока нестабилност, по-ниска ликвидност (например по-висока разлика между цените „купува“ и „продава“) и по-дълго време за ликвидация (в зависимост от класа активи). В този контекст управителите не следва да се позовават само на исторически наблюдения на неблагоприятни пазари.
46. Управителят следва да избере метода за ликвидация на активите в СТЛ, като вземе предвид активите и пасивите, както и условията за обратно изкупуване на фонда. Управителят следва също така да е запознат с ограниченията на метода и да прави консервативни корекции в своето по-широко управление на ликвидния риск, за да смекчи тези ограничения.
47. Методът на ликвидиране на активи в СТЛ следва да:
- а. отразява начина, по който управителят ще ликвидира активите при нормални условия и неблагоприятни условия в съответствие с приложимите правила; или правни изисквания (в съответствие с Директивата за ПКИПЦК), или ограничения, специфични за фонда, които са наложени в проспекта или правилата на фонда;
  - б. гарантира, че използваният за фонда модел е и остава в съответствие с неговите цели и инвестиционна политика и правила за фондовете;
  - в. отразява управление на фонда в интерес на всички инвеститори, както на тези, извършващи обратно изкупуване, така и на оставащите;
  - г. спазва приложимите задължения за фонда за поддържане на рисковия профил, предвиден с документацията на фонда;
  - д. е отразен в политиката за СТЛ;
  - е. вземе предвид, когато е приложимо, потенциалното отрицателно въздействие върху други инвеститори или върху целостта на пазара като цяло.

48. Управителите следва да обръщат особено внимание на ниската степен на вероятност, на сценариите с висока степен на въздействие, включително на потенциалната трудност на това да се извърши надеждно ценообразуване на по-малко ликвидните активи в период на напрежение на пазара.

### **V.1.12 Задължения на фонда за извършване на стрес тестове за определяне на ефекта върху ликвидността на фонда**

49. СТЛ следва да включва сценарии, свързани с пасивите на фонда, включително обратно изкупуване и други потенциални източници на риск за ликвидността, които произтичат от страната на пасива на счетоводния баланс на фонда.

50. СТЛ следва да включва рисковите фактори, свързани с вида и концентрацията на инвеститора, в съответствие с характера, мащаба и сложността на фонда.

51. Исканията за обратно изкупуване са най-често срещаният и обикновено най-важен източник на ликвиден риск за инвестиционните фондове. Освен това различните видове пасиви в счетоводния баланс на даден фонд и потенциалното им въздействие върху ликвидността на средствата варират в зависимост от фонда. При управление на риска, свързан с отговорността, може да се предвиди и специален режим или д-ИУЛ.

52. При нормални условия управителите биха могли да наблюдават историческите изходящи потоци (средни стойности и тенденции във времето), усреднените стойности за обратно изкупуване на сходните фондове и информацията от всяка мрежа за разпределение във връзка с прогнозните обратни изкупувания. Управителите следва да гарантират, че динамичните редове са достатъчно дълги, за да отразяват „нормалните“ условия.

53. За неблагоприятни условия примерни сценарии са историческите тенденции, историческите събития, съвременните тенденции за сходните фондове, хипотетичните/ръководени от събития сценарии и обратните стрес тестове.

54. В зависимост от наличието на подробни исторически данни за обратните изкупувания за всеки вид инвеститор и друга информация, свързана със специфичното разпределение на даден фонд, управителите могат също така да симулират искания за обратно изкупуване за различните видове инвеститори.

55. Управителят следва да вземе предвид степента, в която променливите, произтичащи от допълнителни фактори, като например поведението на инвеститора, може или следва да бъде включена в сценариите им в СТЛ модела. Решението относно степента на подробност, задълбочеността на анализа и използването на данните зависи от това дали това е необходимо и съразмерно. Управителите следва да разбират потенциалните рискове, свързани с

инвеститорската база на фонда, и да са в състояние да докажат, че тези рискове са съществен фактор в текущото управление на ликвидния риск на даден фонд.

56. В таблицата по-долу са дадени примери за фактори, свързани с поведението на инвеститорите, които могат да бъдат включени в СТЛ модела:

Коефициент	Примери за потенциален ликвиден риск	Примери за потенциално включване в СТЛ
<b>Категория инвеститор</b>	Рискът от обратно изкупуване може да варира според вида на инвеститора. Например вероятността от обратно изкупуване по време на неблагоприятни условия може да се категоризира в зависимост от това дали инвеститорите са управители на имущество, пенсионни схеми, преки инвеститори на дребно или други ПКПЦК или АИФ.	Въз основа на знанията и опита на управителите на техните клиенти, СТЛ моделът може да симулира, например фондове, инвестиращи във фондове с по-висок риск от обратно изкупуване в сравнение с други видове инвеститори, и да симулира първо тяхното оттегляне от фонда
<b>Концентрация на инвеститорите</b>	Един или повече инвеститори могат да притежават значително по-голям дял от фонда, отколкото други, което води до особен риск за ликвидността на фонда в случаите, когато той/те решат да извършат обратно изкупуване.	Управителят може да създаде симулация, при която един или няколко от най-големите инвеститори извършват едновременно обратно изкупуване за определен период от време <sup>11</sup> .
<b>Местонахождение на инвеститора</b>	Инвеститорите, намиращи се в различни региони или държави, могат да породят конкретен за местонахождението риск за обратно изкупуване поради специфични фактори, свързани с политическите, икономическите или други фактори на тяхното местоположение. Например инвеститорите в регион, който е	Управителят може да симулира изкупуване от страна на съществена част от инвеститорите, намиращи се в конкретна държава.

<sup>11</sup> Това упражнение може да има ограничена полезност, когато фондът има само един институционален инвеститор, който сътрудничи с управителя по отношение на намеренията за записване и обратно изкупуване на дялове.

	<p>обект на различна парична политика, могат да породят специфични рискове за обратно изкупуване в периоди на промени във валутните курсове и/или лихвените проценти. При наличие на политически и/или икономически рискове е възможно инвеститорите от други региони или държави да прибегнат до обратно изкупуване.</p>	
<p><b>Стратегия на инвеститора</b></p>	<p>Въпреки че много от стратегиите на инвеститорите са дългосрочни и при всички положения е трудно те да бъдат разделени на части, някои инвеститори следват бланкетни или предварително определени стратегии, които могат да породят особен риск от обратно изкупуване при променящи се пазарни условия. Например някои фондове изрично се стремят да се насочат към ниво на риск, измерено предвид спектъра на неговите колебания, и са идентифицируеми като такива чрез техните фондови имена и заявени инвестиционни цели. Тези фондове често се стремят да намалят риска по време на несигурни периоди и може да породят по-висок риск от обратно изкупуване по време на периоди на несигурност за определени класове активи. Когато фондове с бланкетни или предварително определени стратегии са инвеститори, може да се наложи управителят да обърне необходимото внимание на ликвидния риск, който тези фондове пораждат в неблагоприятни и нормални пазарни условия.</p>	<p>Управителят може да симулира обратно изкупуване от инвеститори в съответствие с подобни стратегии в неблагоприятни и нормални пазарни условия.</p>

## V.1.13 СТЛ за други видове пасиви

57. Управителят следва да включи в своите СТЛ други видове пасиви в нормални и неблагоприятни условия, когато това е целесъобразно. Всички съответни позиции от страната на пасивите в счетоводния баланс на фонда, включително позиции, различни от обратно изкупуване, следва да са обект на СТЛ.

58. Нетните обратни изкупувания не могат да представляват единственият относим риск за ликвидността, произтичащ от страната на пасивите в счетоводния баланс на фонда и който поради това следва да бъде обект на СТЛ. В някои случаи СТЛ следва да определи обстоятелствата, при които ликвидният риск не може да бъде смекчен, например при ниво на искания за допълнително обезпечение, които фондът не би могъл да финансира. Планирането на действията при извънредни ситуации следва адекватно да отразява това и да спомага за смекчаване на ликвидния риск при такива обстоятелства.

59. Таблицата по-долу съдържа примери за фактори, които могат да повлияят на ликвидния риск:

Вид пасив	Примери за фактори, които могат да повлияят на ликвидния риск	Потенциални събития, които могат да бъдат симуирани
Деривати	Промени в стойността на базовия актив могат да доведат до искания за допълнително обезпечение на деривати, които засягат наличната ликвидност на фонда	Симулация на промяна в стойността на базовия актив на деривата, водеща до завишено искане за допълнително обезпечение от очакваното
Записан капитал	Фондовете, които инвестират в реални или недвижими активи, често са длъжни да заделят капитал за обслужване на инвестицията, например за разходи за поддръжка или ремонт	Симулация на неочаквано събитие, причиняващо ново/по-голямо заделяне на капитал за инвестиция в недвижимо имущество
Сделки за финансиране с ценни книжа/Ефективно управление на портфейла	Фондовете, даващи активи назаем, са изложени на риска от контрагента на заемателя и свързания с него ликвиден риск, произтичащ от евентуално неизпълнение. Въпреки че това може да бъде смекчено предвид естеството на предоставеното	Симулация на неизпълнение от страна на контрагента по отношение на операция по предоставяне назаем на ценни книжа. Симулация на риска, свързан с

	обезпечение, ликвидният риск не е елиминиран (като се има предвид ликвидността на обезпечението).	реинвестирането на парични обезпечения
Плащания на лихви/кредити	Фондовете, които включват ливъридж в инвестиционната си стратегия, са изложени на ликвиден риск, произтичащ от фактори като чувствителност на лихвения процент	Симулация на завишени лихвени проценти по отношение на задълженията за плащане на фонда

### V.1.14 Фондове, инвестиращи в по-малко ликвидни активи

#### 60. Рисковете, произтичащи от рисковете, свързани с по-малко ликвидни активи и пасиви, следва да бъдат отразени в СТЛ.

61. Много средства, инвестирани в по-малко ликвидни активи, имат различни рискове, произтичащи както от активи, така и от пасиви, в сравнение с фондовете, инвестиращи в повече ликвидни ценни книжа. Така например много АИФ, които инвестират в недвижимо имущество, имат по-малко чести периоди на работа и периоди на предизвестие, които намаляват риска от обратни изкупувания. Тези фондове обаче също така са изложени на конкретен риск във връзка със задълженията, произтичащ от обслужването и поддържането на недвижимо имущество (включително трудни за симулиране рискове, като например правни рискове).

62. Освен това фондовете, инвестиращи в по-малко ликвидни активи, по своята същност притежават по-малка гъвкавост за подобряване на общата ликвидност чрез продажба на активи с ограничена отстъпка по време на периоди на неблагоприятни пазарни условия. Следователно резултатите от СТЛ на по-малко ликвидни активи, които управителите получават, могат да имат някои отличителни белези.

63. Малко вероятни сценарии, но с висока степен на въздействие, включително потенциалната трудност за надеждно ценообразуване на по-слабо ликвидни активи в период на напрежение на пазара, ще бъдат от значение за по-малко ликвидните активи. Тези активи могат да бъдат особено уязвими при липса на ликвидност във времена на напрежение на пазара, което оказва влияние върху времето за постигане на ликвидност, ликвидационните разходи, а също и върху това дали активите ще бъдат ликвидирани или не, при вземане под внимание на най-добрите интереси на инвеститорите. В този контекст ОСТ може да бъде особено ценен инструмент, като спомага да се определят сценарии, които биха могли да доведат до значителен ликвиден риск за фонда (напр. идентифициране на сценарии, които биха довели до налагането на специални мерки или временна отмяна).

64. Естеството на една по-малко ликвидна база от активи може да постави даже още по-силен акцент върху значението на управителите, гарантиращи, че инвеститорите се третират безпристрастно при неблагоприятни пазарни условия. Следователно СТЛ би могъл да помогне на управителя да създаде рамка за управление с цел да се подкрепят справедливите резултати за всички инвеститори, като се подпомогне съставянето на справедлив метод за ликвидация на активите.
65. Един от начините, по които даден ръководител може да вземе предвид ликвидността на фонда, е да даде приоритет на ad-hoc СТЛ за фондовете, инвестиращи в по-малко ликвидни активи, когато е установено предстоящо събитие, което може да окаже отрицателно въздействие върху ликвидността на фонда. По този начин управителите следва да обръщат особено внимание на подходящата честота на СТЛ за фондовете, инвестиращи в по-малко ликвидни активи.
66. Фондовете на фондове, които придобиват непряка експозиция спрямо по-малко ликвидни активи чрез целевите си фондове, следва да отчетат надлежно съображенията, свързани с по-малко ликвидните активи. Това се дължи на факта, че базисната експозиция на тези целеви фондове може да доведе до временна отмяна на действието на целевия инвестиционен инструмент или на други мерки. Това може да окаже въздействие върху фондовете на фондове, така че неговият СТЛ модел следва да отчита този риск.

### **V.1.15 Комбиниран СТЛ за активи и пасиви**

- 67. След като поотделно са подложени на стрес тестове активите и пасивите в счетоводния баланс на фонда, управителят следва да комбинира правилно резултатите от СТЛ, за да определи цялостното въздействие върху ликвидността на фонда.**
68. Комбинираният СТЛ на активи и пасиви могат да помогнат при оценката на това кои фондове представляват най-големият ликвиден риск в даден момент, като се вземе предвид ликвидният риск както на активите, така и на пасивите. Това може да има съществена роля във връзка с планирането на действия в извънредни ситуации от страна на даден управител, например при планирането на въздействието на изчистения ликвиден риск в един или повече фондове на равнище предприятие<sup>12</sup>.
69. Управителите следва да включат оценката на риска в СТЛ, където се дава възможност за засилено наблюдение на ликвидността в рамките на фондовете, които те управляват, включително при планирането на действия при извънредни ситуации и оперативната подготовка за ликвидна криза.

---

<sup>12</sup> ESRB/2017/6 стр. 31



70. Резултатът от комбинирания актив и пасив СТЛ може да бъде съпоставим показател или оценка, например въз основа на КПО. Избраният от управителя подход следва да бъде обяснен и документиран в политиката за СТЛ, особено ако не изисква оценка на времето и/или разходите за ликвидиране на активи в портфейл, както е посочено в параграф 42. Когато един фонд, управляван от управителя, може да бъде сравнен с друг фонд с такъв показател, той може да бъде значим показател за риска за висшето ръководство<sup>13</sup>.
71. В случаите, когато рейтингите на фондовете/показателите се променят съществено в даден период от време, комбинираният СТЛ на активите и пасивите могат да помогнат при създаването на система за предупреждение, за да се прецени дали са необходими действия във връзка с ликвидността на фонда.

### **V.1.16 Извършване на групов СТЛ за няколко фонда едновременно**

72. Управителят следва да извърши СТЛ едновременно за няколко фонда под негово ръководство, когато прецени, че това е подходящо за тези фондове.
73. Извършване на групов СТЛ за няколко фонда едновременно включва прилагането на един и същи тест за ликвидност спрямо повече от един фонд със сходни стратегии и експозиции. Може да е полезно, когато се разглежда способността на един по-малко ликвиден пазар да поема продажби на активи, ако те трябва да възникнат едновременно във фондовете, управлявани от управителя. Това може да е от особено значение, когато средствата, управлявани от управителя, притежават значително ниво на активи на даден пазар. Извършването на групов СТЛ може да позволи на управителя да определи по-добре разходите за ликвидация или времето за постигане на ликвидност на всяка ценна книга, като вземе предвид размера на търговията, неблагоприятните пазарни условия и риска от контрагента.

## **V.2 Указания, приложими към депозитарите**

74. Депозитарят следва да въведе подходящи процедури за проверка, за да провери дали управителят на фонд е въвел документираните процедури за неговата СТЛ програма.
75. Проверката не изисква от депозитаря да оцени адекватността на СТЛ. Един от начините да се провери, че СТЛ е налице и се провежда, е с потвърждаването на това, че планът за управление на риска на ПКПЦК или АИФ предвижда управителят да извърши СТЛ на фонда.

---

<sup>13</sup> За повече информация вж. [Ръководството за използване на стрес тестове като част от управлението на риска в рамките на дружествата за управление на активи](#), AMF, стр. 18 и [Стрес тестовете на ликвидността в германските дружества за управление на активи](#), BaFin, стр. 29—31.

76. Съгласно Директивата за ПКИПЦК и Директивата относно ЛУАИФ от депозитарите се изисква да прилагат процедури за проверка на това дали фондът действа в съответствие със задълженията по тези директиви.<sup>14</sup>
77. Когато депозитарят не е удовлетворен от наличието на СТЛ, той следва да предприеме действия по всяко друго доказателство за потенциално нарушение на правилата от страна на управител. В зависимост от националния режим, може да се изисква от депозитаря да информира (или да поиска от управителя да информира) приложимия НКО за неспазването от страна на управителя на приложимите правила.
78. Не е необходимо депозитарят да копира или оспорва СТЛ, предприето от ръководител.

### **V.3 Сътрудничество с националните компетентни органи**

79. По свое усмотрение НКО могат да поискат от управителите на СТЛ да предоставят информация, която да им позволи да докажат, че даден фонд е в състояние да спазва приложимите правила, включително по отношение на способността на фонда да удовлетвори исканията за обратно изкупуване при нормални и неблагоприятни условия.
80. Освен това управителите следва да уведомяват НКО за съществените рискове и действията, предприети за тяхното отстраняване.
81. НКО могат по своя преценка да поискат от управителите да им съобщават друга информация, свързана със СТЛ, включително модели за стрес тест на ликвидността и техните резултати. В особена степен това важи за периодите на масово обратно изкупуване от страна на пазара.

---

<sup>14</sup> По отношение на ПКИПЦК, съгласно член 3, параграф 2 от Делегиран регламент (ЕС) 2016/438 на Комисията. В случая на Директивата относно ЛУАИФ, съгласно член 95 от Делегиран регламент (ЕС) № 231/2013 на Комисията



**РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ**  
**КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР**

**РЕШЕНИЕ № 714-Н**

**от 17.09.2020 г.**

На основание чл. 13, ал. 1, т. 26 от Закона за Комисията за финансов надзор и чл. 16, пар. 3 от Регламент (ЕС) № 1095/2010 на Европейския парламент и на Съвета от 24 ноември 2010 година за създаване на Европейски надзорен орган (Европейски орган за ценни книжа и пазари), за изменение на Решение № 716/2009/ЕО и за отмяна на Решение 2009/77/ЕО на Комисията,

**КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР**

**РЕШИ:**

**I.** Комисията за финансов надзор възнамерява да спазва в надзорната си практика Насоките относно стрес тестовете за ликвидност в предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа и алтернативните инвестиционни фондове (ESMA34-39-897), издадени от Европейския орган за ценни книжа и пазари.

**II.** Европейският орган за ценни книжа и пазари да бъде уведомен за взетото решение по т. I от дирекция „Международно сътрудничество“.

**III.** Настоящото решение и насоките по т. I да бъдат обявени на интернет страницата на Комисията за финансов надзор.

**ПРЕДСЕДАТЕЛ:**

**БОЙКО АТАНАСОВ**