



FI-tillsyn

Likviditetsriskhantering i fonder

Nr 22

8 juni 2021



Innehåll

Sammanfattning	4
Risken att inte kunna möta inlösen	6
Vad är likviditetsriskhantering?.....	6
Inlösen	7
Senareläggning	9
Tillsynsaktiviteter under 2020	10
Företagsobligationsfonderna under våren 2020	11
Fondförvaltare senarelade inlösen i 45 fonder.....	11
Hantering av inlösen	12
Förvaltarna behöver förbättra analysen och agera på resultatet av analysen	13
Analys av tillgångarnas likviditet.....	13
Fondens likviditetsprofil.....	16
Fondens inlösenvillkor.....	17
Matchning av likviditetsprofil och inlösenvillkor.....	18
Stresstester	19
Stresstester och scenarier.....	19
Inlösenivåer i stresstester.....	20
Tillgång till marknadsdata.....	21
Betydelse av marknadsdata	21
Tillförlitlig data	21
FI:s analys av företagsobligationsfondernas likviditetsprofiler	22
Intern styrning och kontroll	25
Information till kunderna	27
Slutsatser	28
Sammanfattning av FI:s iakttagelser i tillsynen.....	28
Likviditetsriskhanteringen måste bli bättre.....	29
Nästa steg.....	29
FI:s rekommendationer om god likviditetsriskhantering i fonder	31

Regler och riktlinjer.....	33
----------------------------	----

FI-tillsyn

Finansinspektionen publicerar återkommande tillsynsrapporter i en numrerad rapportserie. Tillsynsrapporterna är en del av FI:s kommunikation. Rapporterna behandlar genomförda undersökningar och annan tillsyn som FI utför. Genom rapporterna informerar FI om vilka iakttagelser och bedömningar som FI har gjort och om sina förväntningar i olika frågor. Detta kan vara till stöd för företagen i deras verksamhet.

Finansinspektionen
Box 7821, 103 97 Stockholm
Besöksadress Brunnsgatan 3
Telefon +46 8 408 980 00
Epost finansinspektionen@fi.se
www.fi.se

Sammanfattning

Fondförvaltarna behöver bli bättre på att hantera fondernas likviditetsrisker. I vissa fonder kan likviditeten i fondens tillgångar eller inlösenvillkoren behöva anpassas. Det visar den granskning som Finansinspektionen (FI) har gjort av fondförvaltarnas likviditetsriskhantering. Samtliga fondförvaltares styrelser bör skyndsamt påbörja arbetet med att se över om förvaltaren uppfyller FI:s krav och rekommendationer och vilka åtgärder som annars bör vidtas.

Finansinspektionen (FI) anser att alla fondförvaltare ska ha en så god analys och hantering av likviditetsrisker att senareläggning av inlösen, som beror på bristande likviditet i fondernas tillgångar, enbart ska behöva ske i sällsynta undantagsfall när oförutsedda händelser inträffar. Förvaltaren ska se till att fonden klarar även stressade situationer.

En god matchning mellan tillgångarnas likviditet och fondens inlösenvillkor är grunden för god likviditetsriskhantering. Inlösenvillkoren ska därför vara anpassade efter tillgångarnas likviditet och även för stressade lägen.

Fondförvaltarna ska göra en grundlig likviditetsanalys och vidta åtgärder om likviditeten i fonden inte överensstämmer med fondens inlösenvillkor. Det är särskilt viktigt för fonder där likviditeten i tillgångarna är lägre eller där prisbildningen för tillgångarna är mer osäker. Det kan bli nödvändigt att, i förebyggande syfte, förändra tillgångarnas struktur i grunden eller att anpassa fondens inlösenvillkor. Om fondförvaltarna dessutom vidtar de åtgärder som FI rekommenderar bör likviditetsriskerna i svenska fonder minska.¹

Fondandelsägare har rätt att lösa in sina andelar i fonden i utbyte mot kontanta medel enligt villkoren i fondbestämmelserna. För det allra flesta fonder kan inlösen ske dagligen och kunden får pengarna inom en eller ett fåtal dagar. Det ställer stora krav på fondförvaltarna att hantera likviditeten i fonden – att möta in- och utflöden – och samtidigt hantera den kvarvarande fondportföljen så att andelsägarnas gemensamma intressen tillgodoses. Fonden måste även fortsättningsvis förvaltas enligt gällande fondbestämmelser och regler om riskspridning. Det är därför särskilt viktigt att ha beredskap och rutiner för att hantera oväntat stora utflöden. Det inkluderar att göra en tillräcklig analys av hur likviditeten i fondens tillgångar kan påverkas om många aktörer samtidigt vill sälja tillgångar av samma slag. Det räcker inte att enbart ta hänsyn till den egna fondens flöden.

¹ Fonder syftar i denna rapport på värdepappersfonder och specialfonder. Fondförvaltare eller förvaltare syftar på förvaltare av värdepappersfonder och specialfonder.

I Sverige och internationellt förs nu diskussioner om att fondförvaltare behöver fler verktyg för att underlätta likviditetshanteringen och minska spridningsriskerna. FI har i en rapport till regeringen utrett behovet av ytterligare verktyg för hantering av likviditetsrisker på den svenska fondmarknaden. Slutsatsen är att fondförvaltare har möjlighet att använda vissa likviditetsverktyg i värdepappersfonder respektive specialfonder. FI anser att fondförvaltare har behov av ytterligare verktyg. FI konstaterar också att värdepappersfonder får vara öppna för inlösen veckovis och poängterar att detta kan vara en lämplig ordning för vissa typer av värdepappersfonder. Vi föreslår att det ska vara möjligt att ha fonder öppna för inlösen två gånger i månaden. Det ger utökade möjligheter till en bättre matchning mellan fondens tillgångar och fondens inlösen villkor.²

Vid coronapandemins utbrott våren 2020 blev det tydligt hur likviditeten på marknaden snabbt kan förändras och varför likviditetsriskhantering i fonder är viktigt. Under en kort period ökade utflödena särskilt från företagsobligationsfonder, samtidigt som likviditeten på marknaden för företagsobligationer försämrades. Ett antal fondförvaltare valde då att senarelägga inlösen och försäljning av fondandelar i företagsobligationsfonder med hänvisning till att det inte gick att göra en tillförlitlig värdering av tillgångarna.

FI:s analys visar att de flesta förvaltare kunde möta inlösen utan svårigheter. Fonder med likartad inriktning hanterade inlösen olika, vilket indikerar att det spelar roll hur förvaltaren hanterar likviditetsrisker. Det fanns samtidigt förvaltare som endast hade marginella flöden. Dessa förvaltares likviditetsriskhantering sattes inte på prov under den här perioden. Det är därför viktigt att alla fondförvaltare genomför FI:s rekommendationer om god likviditetsriskhantering i fonder.

FI förväntar sig att samtliga fondförvaltares styrelser ser över och dokumenterar om förvaltaren uppfyller FI:s krav och rekommendationer och vilka åtgärder som annars bör vidtas. Styrelsen bör också se över och dokumentera hur fondförvaltaren förhåller sig till de iakttagelser som tidigare gjorts av FI och Esma och vilka åtgärder som förvaltaren bör vidta.³ Detta arbete bör påbörjas skyndsamt och vara klart senast den 31 december 2021.

² För mer information se rapport Likviditetsverktyg i värdepappersfonder och specialfonder, juni 2021, FI.

³ Tillämpliga regler och FI:s förväntningar när det gäller likviditetsriskhantering i fonder (FI Dnr 21-77) samt Public statement 2020 CSA Ucits liquidity risk management (Esma 34-43-880).

Risken att inte kunna möta inlösen

Likviditetsriskhantering i fonder handlar i grunden om hur fondförvaltarna säkerställer att de kan möta krav från andelsägare som begär inlösen. Förvaltarna behöver se till att de kan hantera en stor ökning av begäran om inlösen, i synnerhet om det sker samtidigt som likviditeten i tillgångarna försämras. En bra likviditetsriskhantering kräver planering och framförhållning.

Vad är likviditetsriskhantering?

Med likviditetsrisk avses i detta sammanhang risken för att en fond inte kan lösa in en andelsägars andelar enligt villkoren i fondbestämmelserna. Eftersom inlösenrätt är en fundamental del i avtalet med andelsägarna måste fondförvaltarna ha en robust process för att identifiera, mäta, följa upp och hantera fondernas likviditetsrisk. I denna rapport använder vi likviditetsriskhantering som samlingsbegrepp för denna process.

God likviditetsriskhantering blir därmed ett centralt inslag i fondförvaltningen. Förvaltaren ska löpande hantera den dagliga likviditeten i en fond för att möta in- och utflöden, och samtidigt hantera den kvarvarande fondportföljen (portföljen) enligt gällande fondbestämmelser och regler om riskspridning.

Likviditetsrisken i en fond påverkas i huvudsak av två saker: dels andelsägarnas formella möjligheter att lösa in fondandelar och hur de i praktiken agerar, dels förvaltarens möjlighet att sälja tillgångar eller på annat sätt få loss likvida medel för att möta dessa inlösenkrav.

En fonds likviditetsprofil ska stämma överens med dess inlösenvillkor. Därför ska en fondförvaltare redan från fondens start utforma dess inlösenvillkor så att de är anpassade till de investeringar som fonden avser att göra. Om det inte finns möjlighet att anpassa inlösenvillkoren, får investeringarna i stället anpassas till inlösenvillkoren.

De flesta fondförvaltare uppskattar fondens likviditet genom att beräkna likviditeten i de enskilda tillgångarna, väga samman dessa uppgifter och redovisa fondens likviditet för olika tidsperioder. Beräkningen visar hur stor del av fondens tillgångar som kan likvideras inom en viss tidsperiod, givet vissa antaganden (i fortsättningen kallad likviditetsprofil).

Även om andelsägare i många fonder har daglig inlösenrätt, är det få av dem som utnyttjar inlösenrätten samtidigt.⁴ Därför försöker fondförvaltarna ofta uppskatta hur stora inlösenkrav som kan uppstå under en given tidsperiod (i fortsättningen kallat inlösenprofil).

Fondförvaltarna jämför sedan likviditetsprofilen med inlösenprofilen för att uppskatta fondens likviditetsrisk. Båda dessa bedömningar är förknippade med osäkerhet. Fondförvaltarna måste därför göra noggranna analyser och vara försiktiga när de väljer bakomliggande antaganden.

Inlösen

När andelsägare begär inlösen behöver fondförvaltaren, förutom att uppfylla skyldigheten att lösa in andelar, även iakttä fondbestämmelser, riskspridningsregler samt skyldigheten att handla i fondandelsägarnas gemensamma intresse. Det betyder att det finns fler aspekter än inlösenvillkor som fondförvaltaren samtidigt måste ta hänsyn till när andelsägare vill lösa in fondandelar.

De flesta värdepappersfonder handlas dagligen och har ingen uppsägningstid. Det innebär att investeraren har daglig rätt att lösa in andelar till aktuell kurs, även om fondförvaltaren har möjlighet att avvakta med själva utbetalningen någon dag. För värdepappersfonder är också utgångspunkten att tillgångarna ska kunna realiseras inom kort tid till en begränsad kostnad. Fondförvaltaren behöver se till att varken de andelsägare som löser in andelar eller kvarvarande andelsägare missgynnas. I många fall är detta oproblematiskt och fondandelarna kan lösas in omedelbart. Om samtliga tillgångar i fonden är mycket likvida bör fondförvaltaren kunna använda olika kombinationer av kassa, och avyttring av tillgångar för att betala ut inlösenlikvid, utan att det missgynnar kvarvarande andelsägare. Därutöver kan kortfristiga lån mot säkerhet i fondens tillgångar i vissa fall användas för att lösa kortfristiga likviditetsbehov.⁵

Många fondförvaltare väljer att ha några procent av fondförmögenheten i kassan för att kunna hantera löpande in- och utflöden. Nivåerna är ofta baserade på fondförvaltarnas erfarenhet av andelsägarnas benägenhet att begära inlösen för den specifika fonden. Fondförvaltaren ansvarar för att göra en lämplig uppskattning av vad som är en tillräcklig nivå för kassan. Vid denna uppskattning behöver en avvägning mellan avkastning och risk för hela fonden göras. Det är inte ändamålsenligt att kassan är av den omfattningen att den markant begränsar

⁴ Värdepappersfonder har vanligen daglig inlösen, men har möjlighet att begränsa inlösenfrekvensen till en gång varje vecka. Specialfonder har möjlighet att ha mindre frekvent inlösen, t.ex. kvartalsvis eller årlig inlösen. För andra typer av fonder har fondförvaltaren ytterligare möjligheter att skraddarsy fondens inlösenvillkor. Inom denna kategori är det vanligt med stängda fonder.

⁵ Kortfristiga lån får uppgå till högst 10 procent av fondens värde (5 kap. 23 § andra stycket lagen (2004:46) om värdepappersfonder (LVF)). För specialfonder kan andelen vara högre.

fondens övriga placeringar.⁶ Det ligger inte i andelsägarnas gemensamma intresse att en alltför stor del av tillgångarna i en fond hålls i kassan eller i liknande placeringar, om inte fonden har en sådan placeringsinriktning. Det drar ner den förväntade avkastningen för spararna och gör – om det drivs för långt – att själva poängen med att placera i en sådan fond går förlorad. En viss likviditetsrisk måste och bör därför en fond kunna ta.

Om det däremot är en fond med betydande inslag av mindre likvida tillgångar, krävs det att fondförvaltaren även noga beaktar hur hanteringen av inlösen påverkar situationen för kvarvarande andelsägare. Om fondförvaltaren enbart använder kassan eller de mest likvida tillgångarna för att betala ut inlösenlikvid, kommer kvarvarande andelsägare att ha andelar i en fond med ännu mindre likvida tillgångar. Det kan då uppstå en situation där fondförvaltaren inte kan säkerställa att framtida inlösen kan mötas utan att kostnaderna för att frigöra likviditet blir höga, vilket i så fall drabbar de kvarvarande andelsägarna. Att tillåta att en sådan situation uppstår kan vara ett brott mot kravet på fondförvaltaren att handla i andelsägarnas gemensamma intresse. Det kan även få till följd att fondförvaltaren bryter mot fondbestämmelser eller regler om riskspridning. Förvaltaren av en sådan fond kan alltså behöva vidta förebyggande åtgärder för att hantera inlösenbegäran på andra sätt än genom att avyttra de mest likvida tillgångarna.

En sådan åtgärd kan vara att förändra fondens inlösenvillkor. Mindre frekvent inlösen eller krav på viss uppsägningstid kan till exempel göra att förvaltare har längre tid på sig att planera för och genomföra inlösen, vilket kan vara lämpligt för fonder med mindre likvida tillgångar.

Fondförvaltaren bör även överväga vilka verktyg för att hantera likviditetsrisker (likviditetsverktyg) som fondförvaltaren bör ha tillgång till. Ett sådant verktyg är justerade fondandelsvärden (så kallad swing pricing). Det innebär att andelsvärdet justeras ner när en fond måste hantera omfattanden inlösen. På så sätt kan kostnaderna vid inlösen av fondandelar fördelas mer rättvist mellan de fondandelsägare som önskar lösa in sina andelar och övriga andelsägare. Verktaget kan även minska incitamenten för andelsägare att lösa in sina andelar före andra i syfte att dra fördel av lägre kostnader. Därmed kan justerade fondandelsvärden bidra till att motverka att tillhörande snabba och omfattande försäljningar och nettoflöden i fonderna stabiliseras, vilket kan vara värdefullt även ur stabilitetssynpunkt.⁷

⁶ Se exempelvis FI:s promemoria Likvidhantering och insättning på konto, 2007-04-03.

⁷ För mer om justerade fondandelsvärden (swing pricing) och andra likviditetsverktyg, se rapport Likviditetsverktyg i värdepappersfonder och specialfonder, juni 2021, FI.

Senareläggning

Andelsägares rätt att omedelbart få sina fondandelar inlösta är grundläggande i fondlagstiftningen. En fondförvaltare får dock senarelägga försäljning och inlösen av fondandelar om det finns särskilda skäl för åtgärden och den är motiverad av hänsyn till fondandelsägarnas intresse.⁸

Senareläggning av försäljning och inlösen av fondandelar kan exempelvis komma i fråga när tillgångarna i en fond inte kan värderas på ett tillförlitligt sätt på grund av särskilda omständigheter, eller när likviditeten i de underliggande tillgångarna av oförutsedda skäl har försämrats avsevärt. Senareläggning får endast användas i undantagsfall när inga andra, för andelsägarna, mer rimliga åtgärder står till buds. Fondförvaltaren ska dessutom kunna påvisa att åtgärden är berättigad av hänsyn till andelsägarnas intresse.

Om fondförvaltaren av olika skäl inte kan säkerställa en korrekt marknadsvärdering av tillgångarna i fonden, finns en risk att vissa andelsägare gynnas på andra andelsägares bekostnad. Det är i sådana fall varken förenligt med principen om marknadsvärdering eller kraven på likabehandling av andelsägarna att tillåta att andelsägare löser in andelar.⁹ I sådana situationer bör fondförvaltaren senarelägga inlösen och försäljningen av fondandelar.

Fondförvaltarna ska i normalfallet kunna värdera fondernas tillgångar även i stressade situationer. Det kan dock vara rimligt att värderingen tillåts ta någon extra dag i anspråk under särskilt svåra marknadsförhållanden och att fonden under denna tid är stängd. Så fort en tillförlitlig värdering åter kan ske, ska fonderna öppnas för inlösen och försäljning.

FI anser att alla fondförvaltare ska ha en så god analys och hantering av likviditetsrisker att senareläggning av inlösen på grund av bristande likviditet i fondernas tillgångar, enbart behöver ske i sällsynta undantagsfall när händelser av oförutsedd karaktär inträffar.

⁸ 4 kap. 13 a § LVF.

⁹ Se prop. 2010/11:135 s. 259 f.

Tillsynsaktiviteter under 2020

Under 2020 genomförde FI flera tillsynsaktiviteter för att granska hur fondförvaltarna hanterar likviditetsrisker i fonder och hur fonderna påverkades av den stressade situationen på företagsobligationsmarknaden.

- **FI bevakade fondmarknaden under våren 2020**
FI hanterade påfrestningarna på fondmarknaden genom samtal med fondförvaltare, andra marknadsaktörer, europeiska tillsynsmyndigheter och svenska myndigheter. Vi fick också skriftlig information från samtliga svenska fondbolag och AIF-förvaltare om fondflöden, fondernas utveckling och potentiella risker med anledning av coronapandemin. I samband med den svåra situationen på företagsobligationsmarknaden anordnade FI ett möte med relevanta fondförvaltare. Vi följde också upp situationen när en del av fondförvaltarna valde att senarelägga inlösen och försäljning av fondandelar.
- **FI analyserade 21 företagsobligationsfonder**
FI analyserade hur svenska förvaltare hade hanterat likviditetssituationen i företagsobligationsfonder för att se hur fondernas likviditet påverkades under våren 2020, och hur förberedda dessa är för en förnyad stressande situation (ESRB-analysen).¹⁰ Samarbetet koordinerades av Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) och initiativet togs av Europeiska systemrisknämnden (ESRB).
- **FI gjorde en kartläggning av 71 fondförvaltare och 761 fonder**
FI granskade hur förvaltare av värdepappersfonder och specialfonder i Sverige följer de regler som finns för att hantera likviditetsrisker (kartläggningen). Kartläggningen koordinerades av Esma.
- **FI gjorde en fördjupad analys av nio fondförvaltare**
Utifrån resultatet av kartläggningen ovan gjorde FI i ett andra steg en fördjupad analys av nio förvaltare av företagsobligationsfonder eller småbolagsfonder (den fördjupade analysen).¹¹ Analysen koordinerades av Esma.
- **FI analyserade 48 företagsobligationsfonders likviditetsprofiler**
FI jämförde fondernas rapporterade likviditetsprofiler med FI:s egen modell.

¹⁰ Report on the ESRB recommendation on liquidity risks in funds (Esma 34-39-1119).

¹¹ Public statement 2020 CSA Ucits liquidity risk management (Esma 34-43-880) samt Tillämpliga regler och FI:s förväntningar när det gäller likviditetsriskhantering i fonder (FI Dnr 21-77).

Företagsobligationsfonderna under våren 2020

FI har granskat hur förvaltare av företagsobligationsfonder hanterade senareläggning av inlösen och försäljning av fondandelar under våren 2020. Vi har också granskat hur förvaltarna hanterade inlösen i dessa fonder. Granskningarna visar att de flesta förvaltare kunde möta inlösen utan att förändra fondernas likviditetsprofiler. Inlösenivåernas storlek varierade dock.

Fondförvaltare senarelade inlösen i 45 fonder

I mitten av mars 2020 rådde stor osäkerhet kring kurserna för företagsobligationer på den svenska marknaden. Det var dessutom svårt att sälja företagsobligationer i någon större volym. Några förvaltare uppgav att det var för stor skillnad på kurser mellan olika prisställare bland banker och andra aktörer, vilket skapade en osäkerhet vid värderingen. Vidare pekade de på att det var stora skillnader mellan de indikativa kurserna som prisställare noterar för obligationer och de kurser som faktiska avslut skedde på.

Med anledning av den svåra situationen på företagsobligationsmarknaden anordnade FI ett möte med relevanta förvaltare. Vi påminde där om de skyldigheter som fondförvaltarna har att se till andelsägarnas gemensamma intressen, och vikten av att säkerställa att fondförvaltare kan fastställa ett tillförlitligt värde på tillgångarna. Ett antal fondförvaltare valde då att senarelägga inlösen och försäljning av fondandelar i företagsobligationsfonder. Samtliga gjorde det med hänvisning till att det inte gick att genomföra en tillförlitlig värdering av tillgångarna. För de flesta fonder varade senareläggningen enbart någon dag.

FI anser att det kan vara motiverat att senarelägga inlösen och försäljning när en fondförvaltare inte kan åsätta tillgångarna ett tillförlitligt värde. Fondförvaltarna ska i normalfallet kunna värdera fondernas tillgångar även i stressade situationer. Det kan dock vara rimligt att värderingen tillåts ta någon extra dag under särskilt svåra marknadsförhållanden och att fonden därför är stängd för inlösen och försäljning under denna period. Så snart en tillförlitlig värdering åter kan ske ska fonderna öppnas för inlösen och försäljning.

ESRB-analysen och FI:s bevakning av fondmarknaden visar inte att det finns en tydlig koppling mellan risknivån i företagsobligationsfonderna och om förvaltarna ansåg sig behöva senarelägga inlösen och försäljning med hänvisning till värdering. I stället verkar situationen skilja sig mellan olika fondförvaltare.

Vissa förvaltare senarelade inlösen överhuvudtaget trots den stressade situationen på företagsobligationsmarknaden. Det gällde även för fonder som till stor del består av företagsobligationer utan kreditbetyg. Detta visar att några förvaltare av företagsobligationer ansåg att värderingsmodellen fungerade även i en stressad situation.

En del förvaltare senarelade inlösen under någon dag då de säkerställde att värderingen av tillgångarna kunde göras på ett tillförlitligt sätt. Det visar att vissa förvaltare av företagsobligationsfonder snabbt kunde se till att värderingsmodellen fungerade även i en stressad situation

Andra förvaltare senarelade inlösen under en lång tid. Det visar att vissa förvaltare av företagsobligationsfonder ansåg att värderingsproblematiken kvarstod under en längre tid.

Hantering av inlösen

I ESRB-analysen har FI granskat stora företagsobligationsfonders likviditetsprofiler för att analysera hur fondförvaltarna hanterade inlösen under våren 2020. Granskningarna visar att de flesta förvaltare kunde möta inlösen utan att förändra fondernas likviditetsprofil.

Även om det generellt var stora utflöden ur företagsobligationer, varierade nivåerna mellan fonder och förvaltare markant. Vissa fonder hade inflöden eller marginella utflöden, och därför prövades inte dessa förvaltares likviditetsriskhantering under den här perioden.

En del förvaltare av fonder med stora utflöden klarade att möta flödena och behålla fondens likviditetsprofil.

Vissa förvaltare av fonder med stora utflöden hanterade utflöden genom att minska andelen mer likvida tillgångar.

Förvaltarna behöver förbättra analysen och agera på resultatet av analysen

Fondförvaltarna behöver bli bättre på att mäta, följa upp och agera på resultatet av sina likviditetsanalyser. Ett fåtal förvaltare analyserar inte likviditeten i tillgångarna innan de investerar eller under innehavstiden, trots att de är inriktade på tillgångsslag där likviditeten ofta är lägre. Alla förvaltare gör inte realistiska antaganden om hur stor andel av tillgångarna som går att realisera på en normal marknad. Vissa förvaltare kan behöva anpassa likviditeten i fondens tillgångar eller inlösen villkor.

Analys av tillgångarnas likviditet

I kartläggningen uppger ett fåtal förvaltare att de inte analyserar tillgångars likviditet innan eller medan de investerar i tillgångar som generellt skulle kunna ha lägre likviditet, som exempelvis företagsobligationer med lägre kreditvärdighet eller aktier i mindre bolag.

Den fördjupade analysen visar att fyra av nio granskade förvaltare tydligt kan redogöra för analysen av samtliga relevanta tillgångsslag på ett sätt som fångar de likviditetsrisker som är förknippade med tillgångsslaget. Både riskfunktionen och portföljförvaltningen har tillräckliga underlag för att ha en god uppfattning om tillgångarnas likviditet. Ytterligare två förvaltare kan övergripande beskriva sin metod för samtliga relevanta tillgångsslag, men har inga formella dokument på detaljnivå.

Två av de nio förvaltarna saknar däremot en process för att dokumentera den analys de gör innan de investerar. De kan därför inte redogöra för analysen av samtliga relevanta tillgångsslag. Ytterligare en förvaltare saknar till stor del dokumentation. Visserligen har förvaltaren med likviditetsrisk i en checklista inför investering men det finns ingen dokumentation som visar hur riskbedömningen går till eller vad den baseras på.

Presumtion av likviditet

En utgångspunkt i fondregelverket är att samtliga tillgångar som ingår i en värdepappersfond ska vara likvida.¹² För överlåtbara värdepapper anges även i regelverket att likviditeten i instrumenten inte får äventyra förmågan hos

¹² Jfr 5 kap. 1 § första stycket LVF.

fondbolaget att uppfylla kraven i 4 kap. 13 § första stycket LVF.¹³ Överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES) – eller föremål för regelbunden handel vid någon annan marknad som är reglerad och öppen för allmänheten – förutsätts uppfylla kravet på likviditet. Detta gäller om inte förvaltaren har tillgång till information som skulle leda till en annan slutsats.¹⁴ För denna typ av överlåtbara värdepapper finns alltså en presumtion (ett antagande) om likviditet, som gör det möjligt för förvaltaren att investera i tillgången utan att göra en mer grundlig analys innan investering. Det kan vara ett sätt att förenkla portföljförvaltningen genom att inte lägga mer tid än nödvändigt på analys.

I den fördjupade analysen uppger endast en förvaltare att den använder sig av presumtion av likviditet vid investering som gäller mer likvida tillgångar. Enligt förvaltaren avser detta välkända aktier samt vissa statsobligationer och bostadsobligationer. Förvaltaren har inga rutiner för när presumtion kan användas.

Det finns indikationer på att fler förvaltare troligen använder sig av presumtion, åtminstone i aktieförvaltningen. Detta eftersom ett antal förvaltare anger att de analyserar genomsnittlig daglig omsättning när de köper aktier, men inte dokumenterar denna analys. FI:s tolkning är att förvaltaren gör en översiktlig kontroll av likviditeten för att säkerställa att det inte finns information som skulle kunna leda till en annan slutsats än att aktierna är likvida. Förvaltarna antar därefter att aktierna är likvida och att det därför inte behöver göras någon ytterligare analys av likviditeten i instrumenten. FI har inte sett att det finns rutiner för hur förvaltaren hanterar en situation när det inte sker någon omfattande handel i instrumenten och det därmed skulle kunna finnas skäl för förvaltaren att dra en annan slutsats.

Aktier

Kartläggningen visar att för de tillgångsslag där det finns en historisk omsättning och aktiv handel utgår de flesta förvaltare från marknadsdata. Under normala marknadsförhållanden uppskattar förvaltarna att de ska kunna omsätta aktier motsvarande mellan 10 och 50 procent av den dagliga genomsnittliga omsättningen med ett medel på 25 procent. Större förvaltare tenderar att ligga på den lägre nivån, 10–20 procent.

Genomsnittet mäts med olika lång historik och avser generellt ett intervall mellan en till nio månader, men i vissa fall så kort som fem dagar.

Den fördjupade analysen visar att även om det övergripande tillvägagångssättet är relativt homogent, så tar en del förvaltare dessutom hänsyn till andra aspekter som

¹³ 24 kap. 1 § första stycket 2 Finansinspektionens föreskrifter (2013:9) om värdepappersfonder (fondföreskrifterna).

¹⁴ 24 kap. 1 § andra stycket fondföreskrifterna.

ägarbild, bolagets marknadsvärde, marknadsplats, uppskattad avvecklingstid och möjligheten till blockhandel. Flera förvaltare inhämtar data från informationssystem och dokumenterar därför inte analysen. FI:s slutsats är att möjligheterna att bedöma likviditetsrisken överlag är goda.

Obligationer och penningmarknadsinstrument

Den fördjupade analysen visar att för räntebärande instrument, där transparensen är sämre, är tillvägagångssättet att mäta likviditet mer heterogent. För tillgångar som handlas mindre frekvent, som många obligationer, används kvantitativ data som kompletteras med en kvalitativ bedömning. Kvantitativ data kan vara indikativa priser eller orderdjup och handelsdata. De flesta förvaltare använder data och beräkningar av likviditet som leverantörer av informationssystem tillhandahåller.

Flera förvaltare tar hänsyn till instrumentets egenskaper så som emittent, storlek på emissionen, omsättning, löptid, valuta, skillnader mellan köp- och säljkurser samt kreditbetyg. Utöver information om instrumentet anses annan data relevant, bland annat information om involverade banker, mäklare och andra prisställare eller investerarkoncentration. Metoden kan resultera i ett slags betyg men oftare i en bedömning av hur många dagar det skulle ta att avyttra tillgången.

När det gäller företagsobligationer påpekar flera förvaltare att nära kontakt med marknaden är den mest tillförlitliga metoden för att bedöma likviditetsrisken. Förvaltarna uppger att de har daglig dialog med mäklare, att de löpande följer flödena i de enskilda innehaven för att kontrollera om det är köp- eller säljtryck i obligationen samt hur mycket som omsätts.

Fondandelar

Vissa förvaltare placerar fondens medel i andelar i andra fonder. Den fördjupade analysen visar att bedömningen av likviditet för fondandelar skiljer sig åt mellan förvaltarna. Vissa förvaltare antar att dagligt handlade värdepappersfonder kan möta inlösen utan problem och gör därför ingen ytterligare analys. En förvaltare gör en subjektiv bedömning genom dialog med förvaltaren av en underliggande fond, tidigare erfarenhet av den underliggande fonden, erfarenhet av marknaden eller tillgångsslaget samt erfarenhet av marknader i stort. En annan förvaltare investerar främst i egna fonder. Den anser sig ha god kunskap om fondernas likviditetsrisker och gör därför ingen ytterligare analys.

Två av förvaltarna i den fördjupade analysen gör en mer kvantitativ analys av bland annat den underliggande fondens inlösenpolicy, fondens storlek, likviditeten på den marknad som den underliggande fonden är aktiv på, samt likviditeten i de underliggande tillgångsslagen. En förvaltare som investerar i indexfonder menar att det viktigaste är att välja en fond med ett lämpligt index för att via den vägen hantera likviditetsriskerna och sedan följa eventuella förändringar av indexet.

Derivatinstrument

Derivat används i mindre utsträckning av de förvaltare som ingick i den fördjupade analysen. Det går därför inte att dra några generella slutsatser av hur förvaltarna uppskattar likviditeten för derivat. I de fall derivat används, uppskattas instrumentens likviditet baserat på en kombination av kvantitativ och kvalitativ data. Särskilt beaktas omsättning, antal prisställare och skillnaden mellan köp- och säljkurs. Börshandlade, clearade derivat antas ha mycket god likviditet, även i en stressad marknad. Endast en förvaltare beskriver särskilt den bedömda likviditetsrisken för OTC-derivat.

Utfallstester

I detta sammanhang avser utfallstester en kontroll där förvaltaren följer upp vad likviditeten verkligen blev jämfört med den uppskattade likviditeten. Endast ett par förvaltare som ingick i den fördjupade analysen använder sig av formaliserade utfallstester.

Vissa förvaltare argumenterar för att de inte behöver göra utfallstester. De anser att det räcker med den analys som görs inför en investering och den kompetens som förvaltaren har. Andra menar att den löpande uppföljningen av likviditeten i fonderna är tillräcklig för att upptäcka och åtgärda brister i processen. En förvaltare har inte närmare motiverat varför den inte gör utfallstester.

Fondens likviditetsprofil

En fonds likviditetsprofil uppskattas genom en beräkning som visar hur stor del av fondens tillgångar som kan avyttras inom en viss tidsperiod givet vissa antaganden. Likviditetsprofilen kan beräknas på olika sätt.

Vid inrapporteringen till FI ska ett innehav i sin helhet hänföras till enbart en period.¹⁵ Rapporten visar därför om det finns innehav i fonden som i sin helhet kan ta lång tid att avveckla.

I den fördjupade analysen framgår att flera förvaltare av småbolagsfonder bedömer att fonderna har något innehav som tar över ett år att likvidera. Även om dessa innehav i det allra flesta fall är en liten del av den totala fondförmögenheten, finns det en likviditetsrisk om fonderna har flera innehav som tar mycket lång tid att likvidera eller om fonden skulle få ett mycket stort utflöde.

I ESRB-analysen och den fördjupade analysen framgår att förvaltare av företagsobligationsfonder gör väldigt olika bedömningar av likviditeten för liknande tillgångar. Vissa förvaltare uppger att nästan alla fondens tillgångar kan avvecklas inom en dag. FI uppfattar att en förvaltare som gör denna bedömning

¹⁵ Inom 0–1 dagar, 2–7 dagar, 8–30 dagar, 31–90 dagar, 91–180 dagar, 181–365 dagar, och efter 365 dagar.

förutsätter att i princip alla fondens innehav, även företagsobligationer utan kreditbetyg, kan säljas i stora volymer inom en dag. Någon förvaltare uppger att den bedömer varje innehav för sig och att det är lätt att sälja varje innehav för sig, även om det inte är realistiskt att kunna sälja samtliga innehav inom någon dag. Förvaltaren verkar inte göra någon bedömning av om fondens likviditetsprofil – i meningen dess samlade kapacitet att möta likviditetsbehov – därmed blir missvisande.

I interna rapporter använder förvaltarna ofta samma periodindelning som vid inrapporteringen till FI. Men i stället för att hänföra ett innehav till enbart en period, redovisas hur stor del av ett innehav som kan säljas för varje period. Det ger ett annat perspektiv över hur innehaven kan säljas på marknaden över tid.

Båda rapporterna för periodindelning har svagheten att rapporterna inte visar den metod som förvaltaren i verkligheten skulle använda sig av vid avveckling av tillgångar. Det är därför viktigt att göra ytterligare analys när det finns innehav som tar längre tid att avveckla.

Fondens inlösenvillkor

Ett genomgående tema från samtliga granskningar är att värdepappersfonders inlösenvillkor i grunden inte skiljer sig så mycket åt eftersom i princip alla fonder tillhandahåller daglig inlösen. Fonderna har dock olika typer av andelsägare som är olika aktiva. Fonderna kan till exempel säljas via plattformar eller som byggstenar i försäkringsprodukter som i sin tur har olika krav som påverkar flöden och tid för inlösen. Gentemot en del institutionella placerare kan det finnas avtal som gör att förvaltaren får en viss framförhållning vid inlösen av fondandelar.

Mindre, enskilda, utflöden som sker under en kortare period kan ackumulerat leda till större inlösenivåer. För fonder med mindre likvida tillgångar är det därför viktigt att göra olika typer av scenarier för inlösen.

ESRB-analysen och den fördjupade analysen visar att förvaltarna bedömer inlösenprofilen väldigt olika. Ibland görs ingen annan bedömning än att samtliga fondandelar kan komma att lösas in inom en dag. I andra fall försöker förvaltarna göra en uppskattning av beteenden hos olika andelsägare. Även i de fall där förvaltarna inte gör en formell bedömning av inlösenprofilen, görs en indirekt bedömning när förvaltaren inte räknar med att samtliga fondandelar kommer lösas in inom till exempel en dag.

ESRB-analysen visar att minst två svenska förvaltare av alternativa investeringsfonder använder sig av olika likviditetsverktyg. En specialfond har möjlighet att lösa in fondandelar mot betalning i form av tillgångar i fonden (redemption in kind). För en utländsk fond har förvaltaren möjlighet att använda sig av inlösen spärrar med brytgränser (redemption gates).

Matchning av likviditetsprofil och inlösenvillkor

FI:s fördjupade analys visar att det utifrån vissa förvaltares rutiner inte framgår hur förvaltaren jämför fondernas likviditetsprofil med fondens inlösenvillkor eller inlösenprofil. En del förvaltare uppger att eftersom många fonder är dagligt handlade, fokuserar förvaltarnas likviditetsanalys till stor del på tillgångssidan för att kunna möta daglig inlösen.

I den fördjupade analysen framgår inte heller av rutinerna hur de förvaltare som ändå gör någon typ av jämförelse mellan tillgångarnas likviditet och inlösen använder resultaten av jämförelsen. Det gäller till exempel hur förvaltaren hanterar en situation där bara en viss procent av fondens tillgångar kan likvideras inom någon dag, men där förvaltaren antar att samtliga fondandelar kan komma att lösas in under samma period.

För de förvaltare som har rutiner som inkluderar en jämförelse mellan likviditetsprofil och inlösen, har vissa förvaltare förutbestämda gränsvärden för när en likviditetssituation i en fond ska rapporteras till ledning eller styrelse (eskaleras). Det kan gälla en situation där förvaltare ser att den inte kan möta inlösen på ett visst antal procent för en fond inom en dag.

För att gränsvärdena för eskalering ska fungera behöver de baseras på de risker som finns i de specifika fonderna. Generellt visar den fördjupade analysen att förvaltarna gör en begränsad analys inför valet av gränsvärden eller kontroller som används i den löpande matchningen.

Hur förvaltare hanterar en faktisk situation där gränsvärden överskrids ser väldigt olika ut. En del förvaltare gör ytterligare en analys av inlösenprofilen, medan andra gör ytterligare en analys av likviditeten av tillgångarna. Hos de flesta förvaltarna tar portföljförvaltningen hjälp av riskhanteringsfunktionen för att göra en extra analys i situationer där portföljförvaltningen har gjort den initiala iakttagelsen.

FI konstaterar att kartläggningen och ESRB-analysen visar att det finns många fonder som rapporterar att likviditetsprofilen och inlösenvillkoren eller inlösenprofilen inte stämmer överens eftersom fonderna har daglig inlösen, medan tillgångarnas likviditet är mer begränsad. Det är otillfredsställande. Vissa förvaltare kan därför behöva anpassa fondens likviditet eller inlösenvillkor.

Stresstester

FI bedömer att de flesta fondförvaltare inte gör en tillräcklig analys av hur marknaden kan påverkas om många aktörer samtidigt vill sälja tillgångar av samma slag. Det är oklart i vilken utsträckning förvaltarna jämför fondernas stressade likviditetsprofiler med de inlösenkrav som kan uppkomma under stress och dessutom tar hänsyn till hur den kvarvarande portföljens sammansättning påverkas. Vissa förvaltare utgår från väldigt låga antaganden om inlösen i stresstesterna.

Stresstester och scenarier

Den största delen av FI:s granskningar gjordes innan förvaltarna hade börjat tillämpa Esmas riktlinjer för stresstester.¹⁶ FI räknar därför med att förvaltarna har hunnit utveckla bättre metoder och gränsvärden jämfört med det som redovisas i denna rapport. Vi ger i slutet av rapporten ett antal rekommendationer om hur förvaltarna kan förbättra sina stresstester.

Kartläggningen visar att förvaltarna stressar fondernas tillgångar bland annat genom att anta att förvaltaren för fondens räkning kan utnyttja en lägre andel av den dagliga omsättningen i instrumentet än normalt. Antaganden om försämrade marknadsförhållanden som lägre orderdjup, ökade skillnader mellan köp- och säljkurser och stora marknadsrörelser är också vanliga. I stresstesterna tar förvaltarna också upp hur fonden påverkas om vissa historiska scenarier återupprepas, såsom finanskriser. Generellt verkar de antaganden som de flesta förvaltare använder baseras på en otillräcklig analys av hur hela marknaden agerar i ett stressat läge där väldigt många vill sälja samma tillgång. Antalet scenarier som används är också litet.

Ungefär hälften av förvaltarna stressar likviditeten genom att använda sig av historiska och hypotetiska inlösenbegäranden från andelsägare. En del förvaltare stressar inlösen som ett scenario som inte innefattar en stressad situation för tillgångarna. Några fondförvaltare stressar hur stor del av fonden som kan likvideras inom ett visst tidsspann.

Kartläggningen och den fördjupade analysen visar att det är oklart i vilken utsträckning som förvaltarna jämför fondtillgångarnas stressade likviditetsprofiler med de inlösenkrav som kan uppkomma under stress. Det är inte heller säkert att förvaltarna tar hänsyn till den kvarvarande portföljens sammansättning. FI har inte

¹⁶ Riktlinjer för likviditetsstresstester i företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) och alternativa investeringsfonder (Esmas 34-39-897).

sett att det finns processer på plats i aktuella fall. Fondförvaltarna utför stresstesterna med varierande frekvens och med olika lång historik. Det förefaller alltså inte finnas en standard. Vanlig frekvens är månadsvis eller kvartalsvis. Frekvensen kan variera beroende på vilka tillgångsslag en fond investerar i. En del fondförvaltare stressar aktiefonder oftare än räntefonder.

I den fördjupade analysen framgår att det förekommer att både portföljförvaltaren och riskhanteringsfunktionen utför stresstesterna. Ofta gör portföljförvaltaren en daglig bedömning av hur stor andel av fondens tillgångar som kan avvecklas under olika tidsperioder baserad på historiska handelsvolymen. Riskhanteringsfunktionen gör i stället en periodisk bedömning. Där ingår även testerna av vilken effekt inlösen från större andelsägare skulle ha, och hur lång tid fonden skulle behöva för att kunna avveckla tillgångar för att möta inlösen. Av kartläggningen framgår att det varierar hur ofta riskhanteringsfunktionen gör den här bedömningen, det sker alltifrån dagligen till en gång per år.

Inlösenivåer i stresstester

ESRB-analysen visar att några fondförvaltare har väldigt låga nivåer för inlösen i sina egna stresstester, ibland till och med under en procent av fonden för en dag. FI har gjort liknande observationer i andra tillsynsaktiviteter. Det verkar därför förekomma att fondförvaltare testar inlösenivåer som knappast kan anses vara stressade. Exempelvis används ofta historisk inlösen som grund för stresstest av skuldsidan. Men om fonden har haft en period av låga inlösenivåer kan måttet bli intetsägande och irrelevant.

I ESRB-analysen utförde FI stresstester för 21 företagsobligationsfonder baserade på Esmas metodik. Där stressades inlösenivåer på 10–30 procent för en dag för fonder med daglig inlösen. Resultatet visar att fonderna med lägst andel likvida tillgångar är mest utsatta, vilket var förväntat. Alla 21 fonder bedöms klara en inlösen på upp till 20 procent på en dag om fonderna enbart likviderar de mest likvida tillgångarna.

Den här analysen tog dock inte hänsyn till andra krav som finns på fondförvaltare som att även iaktta fondbestämmelser, riskspridningsregler, samt skyldigheten att handla i fondandelsägarnas gemensamma intresse. För en del av fonderna är det potentiellt inte ett realistiskt antagande att enbart sälja de mest likvida tillgångarna eftersom det skulle kunna innebära att portföljsammansättningen förändras på ett sätt som inte är förenligt med samtliga krav.

Detta visar att det är viktigt att förvaltarna inte bara stressar hur stor andel av fonden som går att likvidera inom olika tidsperioder. Förvaltarna bör också analysera hur portföljsammansättningen påverkas för att bedöma om det går att genomföra försäljningarna utan att fondtillgångarna därigenom får en struktur som innebär att kvarvarande andelsägares situation förändras på ett ogynnsamt sätt.

Tillgång till marknadsdata

Fondförvaltarnas tillgång till marknadsdata för att bedöma företagsobligationers likviditet är begränsad. FI:s analys visar att förvaltarna generellt bedömer företagsobligationer som mer likvida jämfört med den normala omsättningen av obligationer. Eftersom fonder ska kunna möta inlösen även när marknadsförhållandena försämras behöver förvaltarna vara mer konservativa i bedömningen av företagsobligationers likviditet.

Betydelse av marknadsdata

Fondförvaltarnas tillgång till marknadsdata för att bedöma företagsobligationers likviditet är begränsad. Det beror dels på den bristande transparensen, dels på att obligationerna ofta hålls till förfall och därför inte omsätts. Även om ökad transparens på företagsobligationsmarknaden kan leda till bättre information om marknadsdata, kvarstår det faktum att omsättningen är låg. Under normala marknadsförhållanden kan det vara lätt att sälja obligationer. Om förvaltaren dessutom har marginella krav på inlösen, är det inte ens säkert att förvaltaren hamnar i en situation där obligationerna behöver säljas eftersom obligationerna kan hållas till förfall.

Det är i stressade lägen som risken att inte kunna sälja obligationerna är störst, samtidigt som konsekvensen av att inte kunna sälja påverkar fondens likviditet mest. Det är särskilt under stressade förhållanden som obligationerna kanske måste omsättas för att möta inlösen. Det är därför extra viktigt att ha tillgång till data som visar omsättning under stressade marknadsförhållanden.

Tillförlitlig data

Den fördjupade analysen visar att fondförvaltare som har fonder som investerar i företagsobligationer ser problem med att informationen, till exempel uppgifter om instrumentens omsättning, inte alltid är fullständig eller helt pålitlig. Förvaltarna har vidtagit en rad åtgärder för att hantera problemet. Det kan dock ifrågasättas om åtgärderna väger upp för den låga transparensen. Åtgärderna verkar i första hand vara fokuserade på att kontrollera priser, orderdjup och värdering, och avser inte omsättningsdata då denna inte finns tillgänglig. För att säkerställa att data är så korrekt som möjligt används kompletterande informationssystem i jämförande syfte, koncerngemensamma system, information från förvaringsinstitut och data från handelsplatser. Förvaltarna har dessutom direktkontakt med marknadsaktörer och prisställare. En del förvaltare diskuterar datakvalitet i olika interna forum. En förvaltare har lagt ut administrationen till en enhet inom koncernen som även ser

över datakvalitet, och en annan tar hjälp av handlarna som sitter i direktkontakt med mäklare.

Kartläggningen visar att majoriteten av förvaltarna löpande granskar om de data som används för likviditetsriskhantering är tillförlitlig och aktuell. De flesta förvaltarna försöker dessutom skaffa mer information genom att använda sig av tredjepartsinformation (till exempel priser från flera olika mäklare). En tredjedel av förvaltarna har definierade kriterier för att säkerställa att informationen är tillförlitlig.

FI:s analys av företagsobligationsfondernas likviditetsprofiler

FI har utvecklat en modell för att uppskatta likviditetsprofilen för företagsobligationsfonder. FI har som tillsynsmyndighet tillgång till faktiska transaktioner på företagsobligationsmarknaden, vilket fondförvaltarna inte har. Modellen är därför baserad på marknadsdata över daglig omsättning per obligation för det senaste kvartalet. Resultaten jämförs sedan med fondernas rapporterade likviditetsprofil per den sista dagen i samma kvartal.

Det historiska handelsmönstret för en tillgång ger ingen exakt bild av hur mycket som går att sälja under en annan period. Det kan å ena sidan vara så att det går att sälja betydligt mer än vad det historiska handelsmönstret visar utan alltför stor prispåverkan, men å andra sidan kan även likviditeten försämrats jämfört med den historiska.

En generell observation är att förvaltarna tenderar att överskatta likviditeten i företagsobligationer, jämfört med vad det historiska handelsmönstret visar. Analysen visar att det tar längre tid att sälja obligationerna än vad förvaltarna uppskattar (större andel > 8 dagar och lägre andel 0– 1 dagar).

En annan observation är att fonderna rapporterar väsentligt olika likviditetsprofiler för liknande innehav.

Analysen bekräftar de svårigheter som förvaltarna står inför när det gäller att bedöma likviditeten i tillgångarna. Eftersom fonder ska kunna möta inlösen även under stressade förhållanden finns det anledning att vara mer konservativ i bedömningen.

Faktaruta – Modellen

FI har utvecklat en modell för att uppskatta likviditetsprofilen för företagsobligationsfonder baserat på marknadsdata. Denna skattning jämförs sedan med fondernas rapporterade likviditetsprofil.

Modellen är baserad på det normala dagliga handelsmönstret, det vill säga hur obligationerna handlas i genomsnitt per dag. Därför använder modellen genomsnittlig handelsvolym per dag under det inrapporterade kvartalet för att uppskatta tiden det tar att likvidera fondens position i varje instrument. Det gör att vi kan klassificera varje innehav i en likviditetsgrupp på ett liknande sätt som fonderna rapporterar (0–1 dagar, 2–7 dagar, >8 dagar).

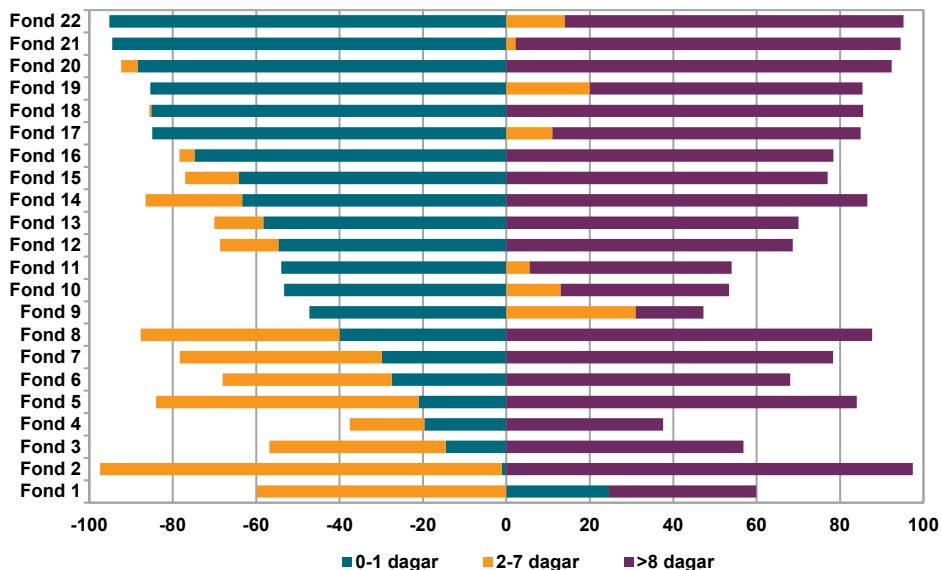
Vi utgår också från följande regler i modellen: Obligationer som inte har handlats under kvartalet allokeras per automatik till gruppen med lägsta likviditet (>8 dagar) eftersom det saknas data för att beräkna någon indikator. Nominella och reala statsobligationer, säkerställda obligationer och Kommuninvests obligationer med benchmarkstatus, det vill säga värdepapper som används som referens för marknadsräntor, allokeras per automatik till gruppen med högst likviditet (0–1 dagar) eftersom de har en aktiv repomarknad och aktiva marknadsgaranter. Benchmarkstatus bestäms utifrån Handelsbankens Fixed Income Index.

Vi kan endast klassificera obligationer där FI står som tillsynsmyndighet eftersom vi inte har data för andra obligationer. För att kunna jämföra våra resultat med fondernas inrapporterade likviditetsprofiler antar vi därför att de innehav som vi kan klassificera utgör hela fondförmögenheten och exkluderar därmed övriga delar av fondens portfölj.

Negativa tal i grafen betyder att förvaltaren har rapporterat en kortare tid för avveckling av en position än vad vi har skattat i modellen, och i så måtto överskattat likviditeten. På liknande sätt betyder positiva tal att förvaltaren har rapporterat att det tar längre tid att avveckla positionen än vad vår analys visar, och således underskattat likviditeten.

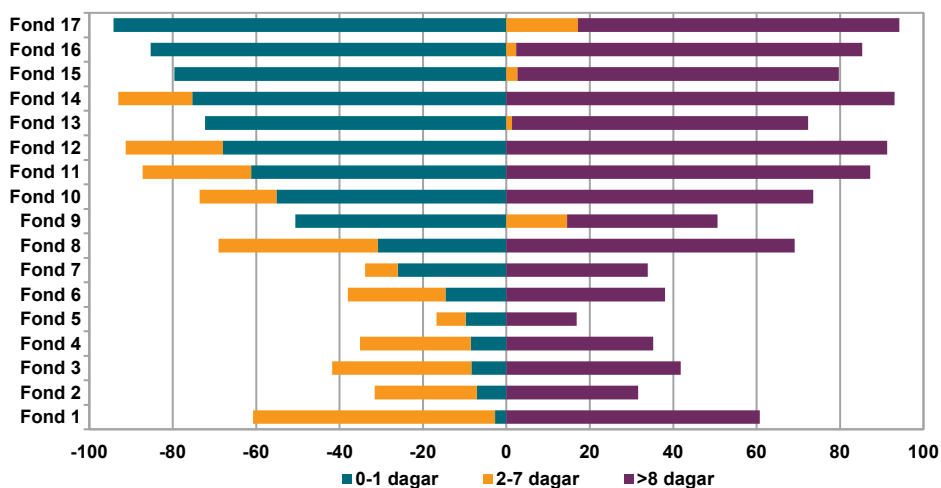
Antaganden om handelsmönster och modellregler påverkar slutresultatet och bör beaktas vid tolkning av skillnaderna mellan FI:s uppskattning och förvaltarnas uppskattning av fondernas likviditetsprofiler.

Diagram 1: Skillnader mellan fondernas likviditetsprofil och FI:s skattning per den 31 december 2019. FI uppskattar att det för de flesta fonder tar längre tid att sälja innehaven (större andel > 8 dagar och lägre andel 0–1 dagar).



Källor: Refinitiv Eikon, inrapporterad fonddata, Mifid 2-data, Finansinspektionens egna beräkningar.

Diagram 2: Skillnaden mellan fondernas likviditetsprofiler och FI:s skattning per den 30 juni 2020. FI uppskattar att det för de flesta fonder tar längre tid att sälja innehaven (större andel > 8 dagar och lägre andel 0–1 dagar).



Källa: Refinitiv Eikon, inrapporterad fonddata, Mifid 2-data, Finansinspektionens egna beräkningar.

Intern styrning och kontroll

God intern styrning och kontroll är viktigt för en effektiv hantering av likviditetsrisker. Granskningen visar att det hos många av fondförvaltarna är funktionen för portföljförvaltning som gör mycket av det löpande arbetet i likviditetsbedömningarna. Det kan innebära att funktionen för riskhantering är för lite involverad i bedömningarna. Det finns även förvaltare där vi ser att en lägre grad av formalitet i rutiner och dokumentation kan leda till sämre hantering av likviditetsrisker. Övriga kontrollfunktioner bör dessutom mer frekvent granska förvaltarens rutiner för likviditetsrisker.

Den fördjupade analysen visar att hos flera av förvaltarna ligger i praktiken stora delar av likviditetsbedömningen på den funktion som svarar för portföljförvaltningen. Hos förvaltare där även riskhanteringsfunktionen gör en bedömning, är det ändå vanligt att riskfunktionen förlitar sig på information från portföljförvaltarna. Det är olämpligt att riskfunktionen inte har möjlighet att bedöma likviditetsrisken oberoende av förvaltaren. Funktionen för riskhantering bör här ha en självständig roll, på samma sätt som på andra riskområden.

Det finns förvaltare där vi ser större risker på grund av lägre grad av formalitet i rutiner och dokumentation. Den fördjupade analysen visar att det hos många fondförvaltare finns svagheter i dokumentationen av de analyser som portföljförvaltaren gör av likviditet. Den analys som görs inför en investering dokumenteras endast av hälften av förvaltarna, trots likviditetsriskens centrala betydelse. I många fall formaliseras inte heller analyserna på ett sätt som möjliggör utvärdering av portföljförvaltarens tillvägagångssätt, vilket gör det svårt för kontrollfunktionerna att utvärdera analysen.

Den fördjupade analysen visar att generellt rapporterar riskhanteringsfunktionen åtminstone kvartalsvis direkt till den verkställande direktören och styrelsen, eller till ett utskott eller funktion där verkställande direktören och styrelserepresentanter finns med. Analysen visar även att bland de förvaltare där FI har gjort en samlad bedömning om att förvaltarna har god intern styrning och kontroll, finns likviditetsrisker med som en stående punkt i åiterrapporteringen.

Den fördjupade analysen visar att i riskhanteringsfunktionens rapporter, som är en viktig del av riskbedömningen och rapporteringen till styrelsen, har en av förvaltarna haft brister när det gäller att belysa likviditetsriskerna i förvaltarens fonder. Bristerna har bestått i att de rapporter som styrelsen har tagit del av har

baserats på orealistiska antaganden om hur tillgångar skulle kunna realiseras. Det gör det svårt för ledningen att fatta välgrundade beslut baserade på underlagen.

I kartläggningen uppger ett fåtal förvaltare att de inte kan säkerställa att ledningen och styrelsen får regelbundna rapporter om effektiviteten av likviditetsriskhanteringen. Detta trots att det är styrelsens ansvar att regelbundet följa upp och kontrollera effektiviteten och lämpligheten i bolagets system för riskhantering.¹⁷

Vilka kontroller som utförs för att identifiera risker samt rutiner för att hantera faktiska och förutsebara överskridanden av gränser – såsom eskaleringsprocesser och beredskapsplaner – skiljer sig mellan förvaltarna. Detta gäller både för implementering och dokumentation. Den fördjupade analysen visar att flera förvaltare kontrollerar fonders gränsvärden dagligen. Dessa gränsvärden avser både interna och externa regelverk. Gränsvärdena kan innefatta bland annat likviditets- och kassanivåer, nettoflöden och inlösentäckningskvot (redemption coverage ratio). Andra förvaltare använder sig av gränsvärden som baseras på huruvida risknivån förändras eller på hur stora inlösen som förekommer.

FI anser att en bra rutin för att kontrollera och hantera överskridanden av gränser är att följa upp både utifrån gränsvärden som är bestämda på förhand och när oförutsedda risker uppkommer eller ökar. Om överträdelsen inte kan hanteras av förvaltningen eller riskhanteringsfunktionen bör frågan omgående rapporteras till ledningen. Det finns också anledning att på förhand planera för vilka åtgärder förvaltaren ska vidta för att hantera eventuella överträdelser, så att dessa utan dröjsmål leder till avhjälpan åtgärder i fondandelsägarnas intresse.

Kartläggningen visar att hos flera förvaltare har varken regelefterlevnadsfunktionen eller funktionen för internrevision granskat likviditetsriskhanteringen under den senaste treårsperioden. Vissa förvaltare bör överväga att göra en sådan granskning.

¹⁷ 7 kap. 10 § punkt 4 fondföreskrifterna.

Information till kunderna

Vissa fondförvaltare lämnar inte korrekt information om likviditetsrisker i faktabladen till sina kunder. Kunder ska inte lockas in i tron att ett fondsparande är riskfritt.

Information om risknivån i fonder är begränsad till ett mått som baseras på standardavvikelsen för historisk avkastning. I perioder av prisstabilitet kan därför marknadsrisken i fonden underskattas. Förvaltaren har dock en skyldighet att informera om risker som inte täcks in av det standardiserade måttet. Det inkluderar information om likviditetsrisker.

Ett mindre antal förvaltare uppger i kartläggningen att alla faktablad inte innehåller en förklaring om likviditetsrisker trots att detta skulle vara relevant. Det betyder att förvaltarna inte lämnar korrekt information i fondfaktabladet. Reglerna anger nämligen att en förklarande beskrivning ska finnas med om riskerna är materiella. Likviditetsrisker anses vara materiella om en betydande del av fondens tillgångar avser finansiella instrument, som till sin natur är tillräckligt likvida men som i vissa fall kan ha en relativt låg likviditet och därmed påverkar fondens likviditetsrisker på totalnivå.¹⁸ FI anser exempelvis att det för företagsobligationsfonder är relevant att informera om likviditetsrisker, eftersom likviditeten i tillgångarna kan vara begränsad.

Vissa förvaltare tillhandahåller enbart en generell skrivning om likviditetsrisk i faktabladen, en beskrivning som inte skiljer sig åt mellan förvaltarens olika fonder. Det betyder att beskrivningen av likviditetsrisk kan vara likadan för en global aktiefond med mycket likvida tillgångar som för en företagsobligationsfond, vilket försvårar jämförelsen mellan olika typer av fonder.

Det är av yttersta vikt att även all annan information som lämnas till kunder, förutom faktabladen, är korrekt. Fondförvaltare och distributörer får inte locka in kunderna i tron att fonder är riskfria, eller att de kan likställas med ett banksparande där pengarna är tillgängliga i varje stund.

¹⁸ Artikel 8 i kommissionens förordning (EU) nr 583/2010.

Slutsatser

FI har granskat fondförvaltarnas likviditetsriskhantering och kan konstatera att förvaltarna behöver bli bättre på att identifiera, mäta, dokumentera och följa upp likviditetsrisker. För vissa fonder kan tillgångarnas likviditet eller fondens inlösenvillkor behöva anpassas för att närma sig varandra. Vi ställer krav på och ger rekommendationer om hur förvaltarna kan förbättra hanteringen.

Sammanfattning av FI:s iakttagelser i tillsynen

Fondförvaltarna behöver bli bättre på att identifiera, mäta, dokumentera, följa upp och agera på resultatet av den likviditetsanalys som de gör.

I många fall är det inte tydligt om fondförvaltarna jämför fondens likviditetsprofil med dess inlösenvillkor och rimliga antaganden om inlösenbeteende. För de fonder där tillgångarnas likviditet är lägre, eller där genomlysningen av prisbilden är sämre, kan FI inte se att alla förvaltare har de säkerhetsmarginaler som krävs för en bra likviditetsriskhantering. Vissa förvaltare kan behöva anpassa fondens likviditet eller inlösenvillkor.

Fondförvaltarna tar i sin likviditetshantering inte tillräcklig höjd för hur likviditeten i fondens tillgångar kan påverkas av att flera aktörer under stressade förhållanden vill sälja samma typ av tillgång. Det är oklart i vilken utsträckning förvaltarna jämför fondernas stressade likviditetsprofiler med de inlösenkrav som kan uppkomma under stress och vilken hänsyn de tar till hur den kvarvarande portföljens sammansättning påverkas.

FI:s analys visar att fondförvaltarna generellt bedömer företagsobligationer som mer likvida än vad som omsätts i ett normalläge. Eftersom fonder ska kunna möta inlösen även när marknadsförhållande försämras kan det finnas anledning för förvaltarna att vara mer konservativa i bedömningen av företagsobligationernas likviditet.

Fondförvaltarnas interna styrning och kontroll kan behöva förstärkas. Det finns en risk att funktionen för riskhantering är för lite involverad i bedömningarna. Det finns även förvaltare där vi ser att lägre grad av formalitet i rutiner och dokumentation kan leda till sämre hantering av likviditetsrisker.

En del fondförvaltare lämnar inte tillräcklig information om likviditetsrisker i faktablad.

Likviditetsriskhanteringen måste bli bättre

Bättre likviditetsriskhantering hos fondförvaltarna kan minska riskerna för att andelsägare inte kommer ur sina fondplaceringar när de så önskar eller att fondägarkollektivet råkar ut för värdeförluster om tillgångar måste säljas under ogynnsamma förhållanden. På så sätt kan en mer utvecklad likviditetsriskhantering leda till att konsumentskyddet på fondmarknaden blir bättre framöver. En bättre likviditetsriskhantering med fler likviditetsverktyg kan även bidra till att göra värdepappersmarknaderna mindre känsliga för störningar och därmed bidra till att värna den finansiella stabiliteten.

FI ställer följande krav på fondförvaltarna:

1. Senareläggning av inlösen som beror på bristande likviditet i fondernas tillgångar ska enbart behöva ske i sällsynta undantagsfall när händelser av oförutsedd karaktär inträffar.
2. Fondförvaltarna ska säkerställa att likviditeten i en fonds tillgångar överensstämmer med fondens inlösenvillkor även under stressade förhållanden.
3. Fondförvaltarnas rutiner ska säkerställa att förvaltaren vid inlösen följer reglerna om riskspridning, fondbestämmelserna och skyldigheten att handla i fondandelsägarnas gemensamma intresse.

Som stöd presenterar FI ett antal detaljerade rekommendationer om hur fondförvaltarnas likviditetsriskhantering kan förbättras samt hur rekommendationerna förhåller sig till regler och riktlinjer, se nästa avsnitt.

FI förväntar sig att samtliga fondförvaltares styrelser ser över och dokumenterar om förvaltaren uppfyller FI:s krav och rekommendationer och vilka åtgärder som annars bör vidtas. Styrelsen bör också se över och dokumentera hur fondförvaltaren förhåller sig de tidigare iakttagelser som gjorts av FI och Esmas och vilka åtgärder som förvaltaren bör vidta. Detta arbete bör påbörjas skyndsamt och vara klart senast den 31 december 2021.

Om fondförvaltarna vidtar FI:s samlade åtgärder bör likviditetsriskerna minska för svenska fonder.

Nästa steg

FI kommer att fortsätta följa upp enskilda fondförvaltares hantering av likviditetsrisker genom möten, ytterligare analys eller undersökningar. Vi kan komma att följa upp hur fondförvaltarna uppfyller kraven eller följer de rekommendationer som FI ger i denna rapport. Vi kan även komma att följa upp fondförvaltarnas och förvaringsinstitutens tillämpning av Esmas riktlinjer för stresstester.

FI kommer att vara involverade i Esmas arbete med att följa upp åtaganden gentemot ESRB om överensstämmelse mellan fonders investeringsstrategi, likviditetsprofil och inlösen, tillsyn över fondförvaltarnas bedömning av likviditetsrisker samt värdering av tillgångar i stressade situationer.¹⁹

FI fortsätter att arbeta för ökad transparens på obligationsmarknaden, vilket bör underlätta fondförvaltarnas uppskattning av fondtillgångars likviditet. Vi kan komma att följa upp om fondförvaltarna framöver använder handelsdata i större utsträckning i sin analys av likviditetsrisker även för företagsobligationsfonder.

¹⁹ Report on the ESRB recommendation on liquidity risks in funds (Esma 34-39-1119).

FI:s rekommendationer om god likviditetsriskhantering i fonder

För att uppfylla det krav som anges i 7 kap. 12, 14, 16–18 §§ fondföreskrifterna anser FI att fondförvaltarna bör vidta följande åtgärder:

- Förvaltarna säkerställer att riskfunktionen oberoende kan granska likviditetsrisker och att bedömningen inte endast görs av funktionen för portföljförvaltning.
- Förvaltarna ser till att ledningen får regelbundna rapporter av resultatet av de likviditetsanalyser som har gjorts.
- Förvaltarna ser till att regelefterlevnadsfunktionen, och i rimlig utsträckning även funktionen för internrevision, granskar fondförvaltarens rutiner för hantering av likviditetsrisker.

För att uppfylla det krav som anges i artikel 8 i kommissionens förordning (EU) nr 583/2010 anser FI att fondförvaltarna bör vidta följande åtgärder:

- Alla förvaltare säkerställer att den information om likviditetsrisker som lämnas i faktablad till kunderna är korrekt.
- Förvaltare av företagsobligationsfonder informerar särskilt om hur likviditetsrisker kan påverka fondandelsägarens investering.

För att uppfylla det krav som anges i 8 kap. 7 § första stycket 1, 2 och 6 fondföreskrifterna anser FI att fondförvaltarna bör vidta följande åtgärder:

- Förvaltaren har en process för när och hur likviditetsanalyser för olika typer av instrument ska utföras.
- Förvaltaren gör realistiska antaganden om hur stor andel av olika tillgångar som går att realisera på en normal respektive stressad marknad. FI bedömer att de flesta förvaltare behöver sänka förväntningarna om möjligheterna att avyttra tillgångar i stressade situationer.
- Förvaltaren ser över rimligheten i likviditetsprofilen genom att regelbundet samla in nya uppgifter om olika tillgångars likviditet och jämföra med de likviditetsantaganden som tidigare använts.
- I samband med att transparensen om avslutspriser på obligationsmarknaden förbättras, ser förvaltaren till att använda tillkommande handelsdata i sin likviditetsanalys, bl.a. i stresstester och utfallstester.
- Förvaltaren ser till att inlösenvillkoren är förenliga med tillgångarnas likviditetsegenskaper och anpassade efter stressade situationer.

- Förvaltarens analys av inlösenkrav och uppskattning av andelsägarnas beteenden vid inlösen fångar variationen av inlösenivåer i olika situationer.
- Förvaltaren räknar med att låga nivåer på historiska inlösenivåer inte är ett rimligt antagande för en stressad situation framöver. FI bedömer att de flesta förvaltare behöver höja sina antaganden om inlösenivåer i stressade situationer.
- Efter separata analyser av likviditetsprofil, och inlösenvillkor eller inlösenprofil, kombinerar förvaltaren på ett lämpligt sätt resultaten för att bestämma den övergripande effekten på fondens likviditet.
- Vid behov kan tillgångarnas sammansättning behöva förändras. Alternativt måste inlösenvillkoren justeras. Detta gäller särskilt för fonder där likviditeten i tillgångarna är lägre eller där prisbildningen för tillgångarna är mer osäker. Hit räknas företagsobligationsfonder.
- Förvaltaren ser till att bakomliggande kontroller effektivt identifierar likviditetsrisker, och att eskaleringsprocesserna leder till att förvaltaren kan hantera brister utan dröjsmål.
- I god riskhantering ingår att ha säkerhetsmarginaler som gör att förvaltaren kan hantera även ogynnsamma utfall.
- Samtliga analyser dokumenteras. Förvaltaren prioriterar särskilt dokumentation och spårbarhet av analys för mindre likvida obligationer eller för instrument där transparensen om avslutspriser är låg.

Vidare räknar FI med att fondförvaltarna följer Esmas riktlinjer för stresstester, vilket bland annat innebär att vidta följande åtgärder:

- Stresstester utförs varje kvartal, förutom när ett längre eller kortare intervall är motiverat.
- Stresstesterna är utformade på ett sätt som gör att förvaltaren kan bedöma om likvideringen av tillgångar skulle vara tillåten med hänsyn till bland annat fondens målsättning, investeringspolicy, skyldigheten att förvalta fonden i investerarnas intresse och skyldigheten att upprätthålla fondens riskprofil efter likvidering av en andel av dess tillgångar.
- Stresstesterna anpassas till varje enskild fond på lämpligt sätt och innehåller ett tillräckligt brett urval av scenarier för att fånga de risker som är relevanta för varje fond på ett rättvisande sätt. Det innebär bland annat att tillräcklig hänsyn inte bara tas till den enskilda fonden och egna fonder, utan också till hur andra fondförvaltare och marknaden i stort förväntas agera i det aktuella scenariot.
- Efter separata stresstester på tillgångarna och skulderna eller inlösenivåerna i fondens balansräkning kombinerar förvaltaren på ett lämpligt sätt resultaten av likviditetsstresstesterna för att bestämma den övergripande effekten på fondens likviditet. Förvaltaren analyserar resultatet av stresstesterna och agerar vid behov.
- Förvaltaren använder resultatet av stresstesterna i beredskapsplaneringen.

Regler och riktlinjer

Enligt 4 kap. 13 § lagen (2004:46) om värdepappersfonder (LVF) ska en fondandel, på begäran av dess ägare, omedelbart lösas in om det finns medel tillgängliga i värdepappersfonden. Om medel för inlösen behöver anskaffas genom försäljning av egendom som ingår i fonden, ska försäljning ske och inlösen verkställas så snart som möjligt.

Varje värdepappersfond ska ha en lämplig fördelning av placeringar med hänsyn till den riskspridning som är förenad med fondens placeringsinriktning enligt fondbestämmelserna (5 kap. 1 § LVF).

Ett fondbolag ska ha ett system för riskhantering som gör det möjligt för fondbolaget att vid varje tidpunkt kontrollera och bedöma den risk som är knuten till de positioner som tas i en värdepappersfond och hur positionerna påverkar fondens riskprofil (5 kap. 2 § LVF).

Enligt 8 kap. 6 § Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2013:9) om värdepappersfonder (fondföreskrifterna) ska ett fondbolag

1. vid varje tidpunkt bedöma och hantera de risker som varje värdepappersfond som fondbolaget förvaltar eller kan komma att bli exponerad mot, och
2. säkerställa att placeringsbegränsningarna för fonden följs enligt lag och andra författningar samt fondbestämmelserna.

I 8 kap. 7 § fondföreskrifterna anges att för att uppfylla kraven i 6 § ska bolaget för varje värdepappersfond som det förvaltar

1. införa sådana tekniker, verktyg, rutiner m.m. för riskbedömning som krävs i syfte att korrekt bedöma de risker som är knutna till tagna positioner och hur dessa påverkar fondens riskprofil utifrån välgrundade och tillförlitliga uppgifter, samt se till att detta dokumenteras på ett lämpligt sätt,
2. följa upp och kontrollera att teknikerna, verktygen, rutinerna m.m. för riskbedömning är tillförlitliga genom att i lämplig utsträckning utföra regelbundna utfallstester (backtesting),
3. utföra regelbundna stresstester och scenarioanalyser för att hantera riskerna vid potentiella
4. ha ett riskbegränsningssystem som är förenligt med fondens riskprofil,
5. säkerställa att fondens nuvarande risknivå och sammansättning är förenlig med riskbegränsningssystemet, och

6. ha lämpliga rutiner som, vid faktiska eller förutsebara överskridanden av gränserna i riskbegränsningssystemet för fonden, utan dröjsmål leder till avhjälpande åtgärder i fondandelsägarnas intresse.

Teknikerna, verktygen, rutinerna m.m. som avses i första stycket ska vara proportionerliga med hänsyn till verksamhetens art, omfattning och komplexitet samt vara förenliga med varje fonds riskprofil och placeringsinriktning.

Ett fondbolag ska ha en lämplig process för hantering av likviditetsrisker för att säkerställa att 4 kap. 13 § första meningen LVF vid varje tidpunkt följs för varje värdepappersfond som bolaget förvaltar (8 kap. 8 § första stycket fondföreskrifterna).

Bolaget ska säkerställa att likviditetsprofilen för de tillgångar som ingår i varje fond som det förvaltar är förenlig med de villkor för inlösen av fondandelar som gäller för fonden (8 kap. 8 § tredje stycket fondföreskrifterna).

Vid förvaltningen av en värdepappersfond ska ett fondbolag uteslutande handla i fondandelsägarnas gemensamma intresse (4 kap. 2 § LVF).

Sedan den 30 september 2020 gäller Esmas riktlinjer i samband med likviditetsstresstester för fonder.²⁰

²⁰ Riktlinjer för likviditetsstresstester i företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) och alternativa investeringsfonder (Esmas 34-39-897) (riktlinjerna). FI:s uppfattning är att riktlinjer från Esmas riktade till behöriga myndigheter eller finansmarknadsaktörer är att jämföras med svenska allmänna råd. Ytterligare regler om stresstester finns i 8 kap. 8 § andra stycket fondföreskrifterna och 8 kap. 3 § lagen (2013:561) om alternativa investeringsfonder (LAIF).