



European Securities and  
Markets Authority

# Orientações

**Sobre testes de esforço de liquidez em OICVM e FIA**





# 1 Índice

I. Âmbito de aplicação .....	2
II. Referências legislativas, abreviaturas e definições.....	4
III. Objetivo .....	7
IV. Obrigações em matéria de cumprimento e de comunicação de informação .....	7
V. Orientações sobre testes de esforço de liquidez em OICVM e FIA.....	9



# I. Âmbito de aplicação

## Quem?

1. As presentes orientações são aplicáveis a gestores, depositários e ANC.

## O quê?

2. As presentes orientações dizem respeito aos testes de esforço de liquidez em OICVM e FIA.
3. No que respeita aos gestores, aplicam-se, principalmente, em relação ao artigo 16.º, n.º 1, da DGfIA, aos artigos 47.º e 48.º do Regulamento GFIA de nível 2, ao artigo 51.º da Diretiva OICVM, ao artigo 40.º, n.º 3, da Diretiva OICVM de nível 2 e ao artigo 28.º do Reg. FMM.
4. No que respeita aos depositários, as presentes orientações aplicam-se, principalmente, em relação ao artigo 21.º da DGfIA, ao artigo 92.º do Regulamento GFIA de nível 2, ao artigo 22.º, n.º 3, da Diretiva OICVM e ao artigo 3.º do Regulamento OICVM de nível 2.
5. As presentes orientações são aplicáveis aos OICVM e FIA, incluindo:
  - a) ETF, quer funcionem como OICVM ou FIA<sup>1</sup>;
  - b) FIA de tipo fechado alavancados.
6. Aplicam-se as orientações das secções V.1.1 (A conceção dos modelos de teste de esforço de liquidez), V.1.2 (Compreender os riscos de liquidez), V.1.3 (Princípios de governação para testes de esforço de liquidez), V.1.4 (A política de testes de esforço de liquidez), V.2 (Orientações aplicáveis aos depositários) e pontos 79 e 81 da secção V.3 (Interação com as autoridades nacionais competentes) aplicáveis aos FMM, sem prejuízo das orientações da RFMM e da ESMA aplicáveis exclusivamente aos FMM<sup>2</sup>, que prevalecem em caso de conflito.
7. Estas orientações devem ser adaptadas à natureza, escala e complexidade do fundo. Além disso, o tema dos testes de esforço de liquidez coincide naturalmente com outros aspetos da gestão de liquidez em fundos, como a gestão de ativos líquidos e menos líquidos, a diversificação e a implementação de medidas, como instrumentos de gestão da liquidez *ex post*. As presentes orientações não se destinam a fornecer

---

<sup>1</sup> Por razões de clareza, são aplicáveis as orientações em matéria de OICVM que recebem garantias constantes do documento [«ESMA ETF Guidelines of ETFs and other UCITS issues» \(ESMA 2014/937\)](#). O ponto 45 das «ESMA ETF Guidelines of ETFs and other UCITS issues» (Orientações da ESMA sobre ETF e outros aspetos das OICVM) estabelece que um OICVM que receba garantias em relação a, pelo menos, 30 % dos seus ativos deve ter uma política de testes de esforço que assegure a realização de testes de esforço regulares em condições normais e excecionais de liquidez, a fim de permitir ao OICVM avaliar o risco de liquidez inerente às garantias. Esta medida diz respeito especificamente às circunstâncias desses OICVM, enquanto as orientações para os testes de esforço de liquidez visam fornecer orientações sobre a aplicação de testes de esforço de liquidez para fundos de investimento em geral e devem ser tidas em conta por todos os OICVM.

<sup>2</sup>Tal como as orientações da ESMA que estabelecem parâmetros de referência comuns para cenários de teste de esforço a incluir em testes de esforço de gestores de FMM (atualmente referidas como [«ESMA34-49-115»](#)).



orientações exaustivas relativamente a questões de gestão de liquidez fora do âmbito dos testes de esforço de liquidez.

**Quando?**

8. As presentes orientações são aplicáveis a partir de 30 de setembro de 2020.



## II. Referências legislativas, abreviaturas e definições

### Referências legislativas

<i>Diretiva OICVM</i>	Diretiva 2009/65/CE que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) <sup>3</sup> .
Diretiva de nível 2 dos OICVM	Diretiva 2010/43/CE da Comissão que aplica a Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos organizativos, aos conflitos de interesse, ao exercício da atividade, à gestão de riscos e ao conteúdo do acordo celebrado entre o depositário e a sociedade gestora <sup>4</sup> .
<i>DGFIA</i>	Diretiva 2011/61/UE relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Diretivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010 <sup>5</sup> .
<i>Regulamento DGFIA de nível 2</i>	Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013 da Comissão que complementa a Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às isenções, condições gerais de funcionamento, depositários, efeito de alavanca, transparência e supervisão.
<i>RDC (UE) 2016/438</i>	Regulamento Delegado (UE) 2016/438 da Comissão que complementa a Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às obrigações dos depositários <sup>6</sup> .
<i>RFMM</i>	Regulamento (UE) 2017/1131 relativo aos fundos do mercado monetário <sup>7</sup> .
<i>Regulamento ESMA</i>	Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), altera a Decisão

---

<sup>3</sup> JO L 302 de 17.11.2009, p. 32-96.

<sup>4</sup> JO L 176 de 10.7.2010, p. 42-61.

<sup>5</sup> JO L 174 de 1.7.2011, p. 1.

<sup>6</sup> JO L 78 de 24.3.2016, p. 11-30.

<sup>7</sup> JO L 169 de 30.6.2017, p. 46-127.



n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/77/CE da Comissão<sup>8</sup>.

## Abreviaturas

<i>FIA</i>	Fundo de investimento alternativo
<i>PGR FIA</i>	Política de gestão de riscos do GFIA
<i>GFIA</i>	Gestor de fundos de investimento alternativos
<i>IAGL</i>	Instrumento adicional de gestão de liquidez
<i>ETF</i>	Fundo de índices cotados
<i>ESMA</i>	Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados
<i>CERS</i>	Comité Europeu do Risco Sistémico
<i>UE</i>	União Europeia
<i>FOF</i>	Fundo de fundos
<i>CEF</i>	Conselho de Estabilidade Financeira
<i>FX</i>	Mercado cambial
<i>LST</i>	Testes de esforço de liquidez
<i>FMM</i>	Fundo do mercado monetário
<i>ANC</i>	Autoridade nacional competente
<i>RCR</i>	Rácio de cobertura de resgate
<i>RST</i>	Testes de esforço inversos
<i>OICVM</i>	Organismo de investimento coletivo em valores mobiliários
<i>PGR OICVM</i>	Processo de gestão de riscos dos OICVM

---

<sup>8</sup> JO L 331 de 15.12.2010, p. 84.

## Definições

<i>FIA de tipo fechado</i>	um FIA que não seja um FIA de tipo aberto, que é um FIA que cumpre os critérios do artigo 1.º, n.º 2, do Regulamento Delegado (UE) n.º 694/2014 da Comissão <sup>9</sup> .
<i>Depositário</i>	depositário de um OICVM ou de um FIA
<i>IAGL ex post</i>	instrumentos/medidas aplicadas pelos gestores em circunstâncias excepcionais para controlar ou limitar a negociação em unidades de participação em fundos/ações no interesse dos investidores, incluindo, numa enumeração não exaustiva, a suspensão da negociação de unidades de participação, o adiamento da negociação e a separação de ativos líquidos ( <i>side pocketing</i> )
<i>Preço de venda urgente</i>	liquidação de um ativo com um desconto significativo sobre o seu justo valor
<i>Fundo</i>	um OICVM ou um FIA
<i>Custo de liquidação</i>	o custo pago pelo vendedor de um ativo pela realização de uma determinada transação em tempo útil para efeitos de liquidez
<i>Risco de liquidez</i>	o risco de que uma posição no fundo não possa ser vendida, liquidada ou fechada com um custo limitado para cumprir, em qualquer momento, obrigações de resgate de unidades de participação/ações
<i>Testes de esforço de liquidez</i>	um instrumento de gestão dos riscos no âmbito do quadro geral de gestão do risco de liquidez de um gestor que simula uma série de condições, incluindo: condições normais e de esforço (ou seja, extremas, improváveis ou desfavoráveis) plausíveis, para avaliar o seu impacto potencial no financiamento (passivo), ativos, liquidez global de um fundo e as medidas de acompanhamento necessárias
<i>Gestor</i>	a) Em relação a um OICVM, a sociedade gestora do OICVM ou, no caso de um OICVM autogerido, a sociedade de investimento do OICVM;  b) Em relação a um FIA, o GFIA ou um FIA gerido internamente;

---

<sup>9</sup> JO L 183 de 24.06.2014, p. 18.

c) Em relação a um FMM, o gestor de um FMM.

Rácio de cobertura de resgate	uma medida da capacidade dos ativos de um fundo para cumprirem as obrigações de financiamento decorrentes do passivo do balanço, como um choque de resgate
Teste de esforço inverso	um teste de esforço ao nível do fundo que parte da identificação do resultado predefinido em relação à liquidez do fundo (por exemplo, o ponto em que o fundo deixaria de ter liquidez suficiente para honrar os pedidos de resgate de unidades de participação) para explorar cenários e circunstâncias suscetíveis de conduzir a esta situação
Disposições especiais	tipos específicos de medidas adicionais de gestão da liquidez <i>ex post</i> disponíveis para alguns FIA e que afetam os direitos de resgate dos investidores, como a separação de ativos líquidos ( <i>side pocketing</i> ) ou restrições aos resgates
<i>Tempo até à liquidez</i>	uma abordagem através da qual o gestor pode estimar o montante de ativos que podem ser liquidados a um custo aceitável, num determinado horizonte temporal

### III. Objetivo

9. As presentes orientações baseiam-se no artigo 16.º, n.º 1, do Regulamento ESMA. As presentes orientações têm por objetivo estabelecer práticas de supervisão coerentes, eficientes e eficazes no âmbito do Sistema Europeu de Supervisão Financeira e garantir uma aplicação comum, uniforme e coerente da legislação da União. Visam, nomeadamente, melhorar a norma, a coerência e, em alguns casos, a frequência dos testes de esforço de liquidez já empreendidos e promover a supervisão convergente dos testes de esforço de liquidez por parte das autoridades nacionais competentes.

### IV. Obrigações em matéria de cumprimento e de comunicação de informação

#### Natureza das presentes orientações

10. Nos termos do artigo 16.º, n.º 3, do Regulamento ESMA, as autoridades competentes e os intervenientes nos mercados financeiros devem desenvolver todos os esforços para dar cumprimento às presentes orientações.
11. As autoridades competentes às quais as presentes orientações se destinam devem assegurar o seu cumprimento através da incorporação das mesmas nos respetivos quadros nacionais jurídicos e/ou de supervisão, consoante os casos, incluindo nos casos em que determinadas orientações se destinem sobretudo aos intervenientes nos mercados financeiros. Neste caso, as autoridades competentes devem assegurar,



através da sua supervisão, que os intervenientes no mercado financeiro cumprem as orientações.

### **Requisitos em matéria de informação**

12. No prazo de dois meses a contar da data de publicação das orientações no sítio Web da ESMA em todas as línguas oficiais da UE, as autoridades competentes destinatárias das presentes orientações devem comunicar à ESMA se i) cumprem, ii) não cumprem, mas pretendem cumprir ou iii) não cumprem, nem pretendem cumprir as presentes orientações.
13. Em caso de incumprimento, as autoridades competentes devem também notificar a ESMA no prazo de dois meses a contar da data de publicação das orientações no sítio Web da ESMA em todas as línguas oficiais da UE dos seus motivos para não cumprirem as orientações.
14. No sítio Web da ESMA encontra-se disponível um modelo para as notificações. O modelo deve ser transmitido à ESMA logo que estiver preenchido.
15. Os intervenientes nos mercados financeiros não são obrigados a notificar se dão cumprimento às presentes orientações.

## **V. Orientações sobre testes de esforço de liquidez em OICVM e FIA**

### **V.1 Orientações aplicáveis aos gestores**

#### **V.1.1 A conceção dos modelos de testes de esforço de liquidez**

**16. Na construção de modelos de testes de esforço de liquidez os gestores devem determinar:**

- a os fatores de risco suscetíveis de afetar a liquidez do fundo;**
- b os tipos de cenários a utilizar e a sua gravidade;**
- c os diferentes resultados e indicadores a acompanhar com base nos resultados dos testes de esforço de liquidez;**
- d a comunicação dos resultados e indicadores dos testes de esforço de liquidez à direção; e**
- e de que modo os resultados dos testes de esforço de liquidez são utilizados pela gestão de risco, pela gestão de carteiras e pela direção.**

**17. Os gestores devem garantir que os testes de esforço de liquidez forneçam informações que permitam ações de acompanhamento.**

#### **V.1.2 Compreender os riscos de liquidez**

**18. Os gestores devem compreender perfeitamente os riscos de liquidez decorrentes dos ativos e passivos do balanço do fundo e o seu perfil global de liquidez, de modo a empregar testes de esforço de liquidez que sejam apropriados para o fundo que gerem.**

**19. Os gestores devem encontrar um equilíbrio, recorrendo a testes de esforço de liquidez que:**

- a. tenham uma abordagem orientada, especificamente relacionada com o fundo, e destaquem os principais fatores de risco de liquidez; e**
- b. utilizem um leque de cenários suficientemente vasto para representar adequadamente a diversidade dos riscos do fundo.**

### **V.1.3 Princípios de governação para testes de esforço de liquidez**

- 20. Os testes de esforço de liquidez devem ser devidamente integrados e incorporados no quadro de gestão de riscos do fundo que suporta a gestão de liquidez. Devem ser objeto de uma governação e supervisão adequadas, incluindo procedimentos adequados de notificação e escalonamento.**
21. Os testes de esforço de liquidez devem ser executados em condições semelhantes às de outras operações de gestão de riscos que são objeto de requisitos regulamentares em matéria de independência, incluindo o requisito de o pessoal de gestão de riscos atuar com independência em relação a outras funções, como a gestão de carteiras. No entanto, a estrutura de governação deve apreciar a forma como o resultado dos testes de esforço de liquidez são tomados em consideração pela função de gestão da carteiras na gestão do fundo.
22. No caso de o gestor delegar tarefas de gestão de carteiras a terceiros, deve ser prestada particular atenção ao requisito de independência, a fim de evitar a dependência ou influência dos testes de esforço de liquidez do terceiro em causa.
23. Os requisitos organizacionais incluem o requisito de gerir eficazmente os conflitos de interesse decorrentes da operacionalização dos testes de esforço de liquidez. Estes conflitos de interesses incluem:
  - a. permitir que outras partes, como o pessoal de gestão de carteiras (incluindo gestores de carteiras de entidades legais separadas), exerçam influência indevida sobre a execução da testes de esforço de liquidez, incluindo a confiança em juízos relacionados com a liquidez dos ativos; e
  - b. a gestão das informações relativas aos resultados dos testes de esforço. Se as informações forem partilhadas com um cliente, deve garantir-se que tal não é incompatível com a obrigação do gestor de tratar todos os investidores de forma equitativa no que respeita à divulgação das informações relativas ao fundo.

### **V.1.4 A política de testes de esforço de liquidez**

- 24. Os testes de esforço de liquidez devem ser documentados numa política de testes de esforço de liquidez nos OICVM e nos PGR dos FIA, que deve exigir que o gestor avalie e adapte periodicamente, se necessário, os testes de esforço de liquidez. A política de testes de esforço de liquidez deve incluir pelo menos o seguinte:**
  - a. uma definição clara do papel dos quadros superiores no processo, incluindo o órgão de direção (por exemplo, conselho de administração ou de direção);**
  - b. a sua propriedade interna e a função ou funções de gestão que são responsáveis pela sua execução;**

- c. a sua interação com outros procedimentos de gestão de risco de liquidez, incluindo os planos de emergência do gestor e da função de gestão de carteiras;
- d. a exigência de apresentação de relatórios internos regulares sobre os resultados dos testes de esforço de liquidez que especifiquem a frequência e os destinatários do relatório;
- e. a avaliação periódica, a documentação dos resultados e um procedimento para alterar a política, quando exigido pela avaliação;
- f. as circunstâncias que exigem um escalonamento, nomeadamente quando os limites/limiares de liquidez são infringidos;
- g. os fundos sujeitos a testes de esforço de liquidez;
- h. a validação inicial dos modelos de testes de esforço de liquidez e dos pressupostos que lhes estão subjacentes, que deve ser realizada independentemente da gestão de carteiras, embora não necessariamente por uma entidade/pessoa externa ao gestor;
- i. os tipos e a gravidade dos cenários de teste de esforço utilizados e os motivos para a seleção desses cenários;
- j. os pressupostos utilizados em relação à disponibilidade de dados para os cenários, a sua fundamentação e a frequência com que são revistos;
- k. a frequência com que o teste de esforço de liquidez é realizado e as razões para selecionar essa frequência; e
- l. os métodos de liquidação de ativos, incluindo as limitações e os pressupostos utilizados.

### **V.1.5 Frequência dos testes de esforço de liquidez**

25. Os testes de esforço de liquidez devem ser realizados pelo menos anualmente e, se for caso disso, em todas as fases do ciclo de vida de um fundo. Recomenda-se a realização trimestral ou mais frequente de testes de esforço de liquidez. A determinação de uma frequência maior ou menor deve ser função das características do fundo e as razões para tal determinação devem ser registadas na política de testes de esforço de liquidez. É permitida flexibilidade nesta matéria em função da natureza, escala e complexidade do fundo e do seu perfil de liquidez.
26. Quando decidem sobre a frequência adequada, os gestores devem ter em conta o seguinte:
- a. a liquidez do fundo determinada pelo gestor e qualquer alteração na liquidez dos ativos;
  - b. a necessidade de adaptar a frequência ao fundo, em vez de adotar uma abordagem única para todos os fundos geridos pelo gestor; e

- c. a natureza do veículo (fechado ou aberto), a política de resgate e os instrumentos de gestão da liquidez, como restrições aos resgates ou a separação de ativos líquidos, podem ser fatores adicionais a ter em conta na determinação da frequência adequada dos testes de esforço de liquidez.

27. Os gestores devem ter em conta os fatores descritos no quadro abaixo na determinação da frequência adequada dos testes de esforço de liquidez:

<b>Frequência recomendada dos testes de esforço de liquidez</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Trimestral</b>, salvo se as características do fundo justificarem uma maior ou menor frequência. A justificação deve ser registada na política de testes de esforço de liquidez.</li> </ul>
<b>Fatores suscetíveis de <u>umentar</u> a frequência normal dos testes de esforço de liquidez</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Maior frequência de negociação de unidades.</li> <li>• Riscos acrescidos decorrentes de passivos, como uma base de investidores concentrada.</li> <li>• Estratégia de investimento complexa (por exemplo, utilização extensiva de derivados).</li> <li>• Base de ativos menos líquida.</li> <li>• Evento futuro suscetível de afetar negativamente a liquidez do fundo.</li> </ul>
<b>Fatores suscetíveis de <u>diminuir</u> a frequência normal dos testes de esforço de liquidez</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Uma base de ativos altamente líquida.</li> <li>• Negociação menos frequente de unidades do fundo.</li> </ul>
<b>Utilização recomendada de testes de esforço de liquidez <i>ad hoc</i></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se o gestor identificar um risco significativo para a liquidez do fundo que deva ser abordado tempestivamente, deve ser realizado um teste de esforço de liquidez <i>ad hoc</i> logo que possível.</li> </ul>

### V.1.6 Utilização dos resultados dos testes de esforço de liquidez

28. Os testes de esforço de liquidez devem facultar resultados que:

- contribuem para assegurar que o fundo tem liquidez suficiente, conforme exigido pelas regras aplicáveis, e condições de resgate estipuladas na documentação do fundo;
- reforcem a capacidade do gestor para gerir a liquidez do fundo no melhor interesse dos investidores, nomeadamente através de planeamento de períodos de maior risco de liquidez;
- contribuam para a identificação de potenciais insuficiências de liquidez de uma estratégia de investimento e para a tomada de decisões de investimento; e

- d. apoiem o controlo e a tomada de decisões em matéria de gestão de riscos, nomeadamente na definição, pelo gestor, de limites internos relevantes relativamente à liquidez do fundo enquanto instrumento adicional de gestão de riscos. Tal pode incluir assegurar que os resultados dos testes de esforço de liquidez possam ser medidos através de parâmetros comparáveis, como um indicador-chave de risco.

**29. Os testes de esforço de liquidez devem ajudar os gestores a preparar o fundo para uma crise e nos seus planos de emergência mais abrangentes. A elaboração de planos de emergência pode incluir planos dos gestores para tornar operacional a aplicação de medidas adicionais de gestão da liquidez a um fundo.**

### **V.1.7 Adaptar os testes de esforço de liquidez a cada fundo**

**30. Os testes de esforço de liquidez devem ser devidamente adaptados a cada fundo, nomeadamente mediante a adaptação:**

- a. da frequência dos testes de esforço de liquidez;
- b. dos tipos e da gravidade dos cenários a utilizar para criar condições de pressão, que devem ser sempre suficientemente graves, mas plausíveis, e devem basear-se nos riscos de liquidez decorrentes dos ativos e passivos do balanço do fundo, bem como no seu perfil global de liquidez;
- c. dos pressupostos relativos ao comportamento dos investidores (resgates brutos e líquidos) e à liquidação de ativos;
- d. da complexidade do modelo de teste de esforço de liquidez, que deve ter em conta a complexidade da estratégia de investimento do fundo, a composição da carteira, os instrumentos de gestão da liquidez e a utilização de técnicas eficazes de gestão de carteiras; e
- e. no caso de um ETF, as especificidades do ETF, por exemplo, tendo em conta o papel dos participantes autorizados, os modelos de resgate e os modelos de replicação.

### **V.1.8 Cenários de testes de esforço de liquidez**

**31. Os testes de esforço de liquidez devem empregar cenários hipotéticos e históricos e, se for caso disso, testes de esforços inversos. Os testes de esforço de liquidez não devem apoiar-se demasiado em dados históricos, nomeadamente porque as tensões futuras podem ser diferentes das passadas.**

**32. Os cenários históricos para testes de esforço de liquidez podem incluir a crise financeira global de 2008-2010 ou a crise da dívida europeia de 2010-2012. Os cenários hipotéticos podem incluir o aumento das taxas de juros, o agravamento do *spread* de crédito ou eventos políticos.**

33. Os gestores que recorrem a testes de esforço inversos devem simular os ativos objeto de liquidação de modo a refletir a forma como o gestor liquidaria ativos durante um período de excecional tensão do mercado. Os testes de esforço inverso devem ter em conta o tratamento dos detentores remanescentes e dos que procedem ao resgate, bem como o papel dos custos de transação e a eventual aceitação de preços de venda urgente.
34. Os fundos que executam estratégias de investimento que os exponham a riscos de baixa probabilidade com um impacto potencialmente elevado devem prestar particular atenção à utilização de testes de esforço inverso para avaliar as consequências de um evento de mercado extremo para o seu perfil de liquidez.
35. Os testes de esforço inverso podem ser utilizados para determinar a necessidade de tomar medidas tendentes a assegurar que o fundo dispõe da liquidez adequada ou se tal circunstância seria suficientemente excecional para permitir a imposição da suspensão em conformidade com as regras aplicáveis. No caso dos OICVM, as «circunstâncias excecionais» são as circunstâncias na aceção do artigo 84.º, n.º 2, da Diretiva OICVM, das regras nacionais aplicáveis e do prospeto ou do regulamento do fundo.
36. Um FIA pode igualmente recorrer a testes de esforço inversos para simular o nível de ativos que podem ser liquidados antes da aplicação de «mecanismos especiais» autorizados pela sua política de reembolso e pelas regras nacionais<sup>10</sup>.

### **V.1.9 Disponibilidade de dados**

37. **Os testes de esforço de liquidez devem demonstrar que um gestor é capaz de superar limitações relacionadas com a disponibilidade de dados, nomeadamente:**
  - a. **evitando pressupostos otimistas;**
  - b. **justificando a confiança em modelos de testes de esforço de liquidez de terceiros, incluindo no caso de o modelo ser desenvolvido por um gestor de carteiras de terceiros; e**
  - c. **efetuando juízos de valor qualitativos com base na experiência.**
38. Em particular, quando os dados são limitados, os gestores devem adaptar a sua abordagem e os pressupostos utilizados devem ser adequadamente avaliados.
39. Devem ser simuladas reduções adequadas na liquidez dos ativos para condições de mercado normais e de pressão, sobretudo quando os dados históricos não facultam exemplos de condições de pressão suficientemente graves. Não se deve partir do

---

Considerando 59 do Regulamento DGfIA de nível 2, (UE) n.º 231/2013.

pressuposto de que a carteira pode ser liquidada com o volume médio diário negociado dos ativos, a menos que tal pressuposto possa ser justificado com dados empíricos.

### **V.1.10 Desenvolvimento de produtos**

**40. Durante o desenvolvimento de produtos, os gestores de fundos que requeiram autorização de uma ANC devem:**

- a. ter condições de demonstrar à ANC que elementos essenciais do fundo, incluindo a sua estratégia e frequência de negociação, lhe permitem manter liquidez suficiente em circunstâncias normais e de pressão; e**
- b. se for caso disso, empreender testes de esforço de liquidez no lado do ativo (com recurso a uma carteira modelo), bem como no lado do passivo, incorporando o perfil esperado do investidor tanto desde a fase inicial como da fase final da existência do fundo.**

41. Os testes de esforço de liquidez também podem ser utilizados no lançamento do fundo para contribuir para a identificação de fatores significativos para a gestão de riscos futura do fundo. Por exemplo: quantificação da sensibilidade do risco de liquidez do fundo, identificação de fatores com impacto no risco de liquidez, identificação de parâmetros/indicadores-chave de risco para monitorizar o risco de liquidez do futuro, frequência da gestão do risco e avaliação de potenciais instrumentos adicionais de gestão da liquidez *ex post* ou disposições especiais a incluir no prospeto ou no regulamento do fundo.

### **V.1.11 Testes de esforço aos ativos do fundo para determinação do efeito sobre a liquidez do fundo**

**42. Os testes de esforço de liquidez devem permitir aos gestores avaliar não só o tempo e/ou o custo de liquidação dos ativos de uma carteira, mas também se tal atividade seria permitida, tendo em conta:**

- a. os objetivos e a política de investimento do fundo;**
- b. a obrigação de gerir o fundo no interesse dos investidores;**
- c. a eventual obrigação de liquidar ativos com um custo limitado;**
- d. a obrigação de manter o perfil de risco do fundo na sequência da liquidação de uma parte dos seus ativos.**

43. Os custos de liquidação e o tempo até à liquidez são as duas principais abordagens normalmente utilizadas pelos gestores para simular a liquidez dos ativos em condições normais e de pressão. Os gestores devem aplicar o método apropriado ao fundo individual. Podem ser adotadas outras abordagens para o fundo.

44. O custo de liquidação depende do tipo de ativo, do horizonte de liquidação e do volume da transação/ordem. Os gestores devem considerar estes três fatores ao avaliar o custo de liquidação dos seus ativos em condições normais e de pressão.
45. Os gestores devem refletir um número e uma variedade significativos de tensões de mercado na estimativa do custo e do tempo até à liquidação em condições de pressão, que se caracterizam tipicamente por uma maior volatilidade, menor liquidez (por exemplo, maior *bid-ask spread*) e maior período de liquidação (dependendo da classe do ativo). Neste contexto, os gestores não devem referir-se apenas a observações históricas de mercados sob pressão.
46. Os gestores devem escolher o método de liquidação de ativos em testes de esforço de liquidez tendo em conta os ativos e passivos, bem como as condições de resgate do fundo. Os gestores deve também estar ciente das limitações do método e efetuar ajustamentos prudentes na sua gestão mais ampla do risco de liquidez para mitigar essas limitações.
47. O método de liquidação de ativos em testes de esforço de liquidez deve:
  - a. refletir a forma como os gestores liquidariam ativos em condições normais e de pressão, de acordo com as regras aplicáveis, quer se trate de requisitos legais (de acordo com a Diretiva OICVM), quer de limitações específicas ao fundo que são impostas no prospeto ou no regulamento do fundo;
  - b. assegurar que o modelo utilizado para o fundo é e permanece conforme aos seus objetivos e à sua política de investimento, bem como ao regulamento do fundo;
  - c. refletir o facto de o fundo ser gerido no interesse de todos os investidores, tanto dos que resgatam como dos que permanecem;
  - d. cumprir as obrigações aplicáveis para que o fundo mantenha o perfil de risco previsto na documentação do fundo;
  - e. estar refletido na política de testes de esforço de liquidez;
  - f. ter em conta, se for caso disso, os potenciais efeitos negativos noutros investidores ou na integridade global do mercado.
48. Os gestores devem prestar especial atenção a cenários de baixa probabilidade e elevado impacto, nomeadamente à potencial dificuldade de fixar preços fiáveis para ativos menos líquidos durante períodos de pressão de mercado.

## **V.1.12 Realizar testes de esforço ao passivo do fundo para determinar o efeito na liquidez do fundo**

- 49. Os testes de esforço de liquidez devem incorporar cenários relacionados com o passivo do fundo, incluindo tanto resgates como outras potenciais fontes de risco para a liquidez que decorrem do lado do passivo do balanço do fundo.**
- 50. Os testes de esforço de liquidez devem incorporar fatores de risco relacionados com o tipo e a concentração de investidores, de acordo com a natureza, a escala e a complexidade do fundo.**
51. Os pedidos de resgate são a fonte mais comum e normalmente mais importante de risco de liquidez para os fundos de investimento. Adicionalmente, os diferentes tipos de passivo no balanço de um fundo e o seu potencial impacto na liquidez do fundo variam em função do fundo. Na gestão do risco do passivo podem igualmente ser consideradas disposições especiais ou instrumentos adicionais de gestão da liquidez.
52. Para condições normais, os gestores podem monitorizar as saídas históricas (médias e tendências ao longo do tempo), os resgates médios dos fundos dos pares e as informações de qualquer rede de distribuição sobre os resgates previstos. Os gestores devem certificar-se de que a série cronológica é suficientemente longa para refletir corretamente as condições «normais».
53. Para condições de pressão, exemplos de cenários são tendências históricas, eventos históricos, tendências contemporâneas em fundos de pares, cenários hipotéticos/gerados por eventos e testes de liquidez inversos.
54. Em função da disponibilidade de dados históricos granulares que abranjam resgates de cada tipo de investidor e de outras informações relativas à distribuição específica de um fundo, os gestores também podem simular pedidos de resgate para diferentes tipos de investidores.
55. Os gestores devem ter em conta a medida em que as variáveis decorrentes de fatores adicionais, como o comportamento do investidor, podem ou devem ser incorporadas nos seus cenários no modelo de teste de esforço de liquidez. A decisão sobre a granularidade, profundidade de análise e utilização de dados deve ter em conta a necessidade e a proporcionalidade. Os gestores devem compreender os riscos potenciais associados à base de investidores do fundo e ser capazes de demonstrar que esses riscos constituem um fator material na gestão contínua do risco de liquidez de um fundo.
56. O quadro abaixo apresenta exemplos de fatores relativos ao comportamento dos investidores que podem ser incorporados ao modelo de teste de esforço de liquidez:

<b>Fator</b>	<b>Exemplos de potencial risco de liquidez</b>	<b>Exemplos de potencial incorporação nos testes de esforço de liquidez</b>
--------------	--	---

<b>Categoria de investidor</b>	<p>O risco de resgate pode variar em função do tipo de investidor. Por exemplo, a probabilidade de resgate em condições de pressão pode ser categorizada de acordo com o facto de os investidores serem gestores de património, regimes de pensões, pequenos investidores diretos ou outros OICVM ou FIA.</p>	<p>Com base no conhecimento e experiência do gestor a respeito dos seus clientes, o modelo de teste de esforço de liquidez pode simular, por exemplo, fundos de fundos que apresentem maior risco de resgate do que outros tipos de investidores e simular primeiro a sua saída do fundo.</p>
<b>Concentração dos investidores</b>	<p>Um ou mais investidores podem deter uma proporção do fundo significativamente superior à dos outros, o que gera um risco específico de liquidez para o fundo decorrente do resgate do(s) investidor(es).</p>	<p>O gestor pode criar modelos para a possibilidade de um ou vários dos maiores investidores resgatarem simultaneamente as suas unidades no fundo durante um determinado período de tempo<sup>11</sup>.</p>
<b>Localização do investidor</b>	<p>Os investidores localizados em regiões ou países diferentes podem apresentar riscos de resgate distintos devido a fatores idiossincráticos associados aos fatores políticos, económicos ou outros relacionados com a sua localização. Por exemplo, os investidores de uma região sujeita a políticas monetárias diferentes podem apresentar riscos de resgate distintos em períodos de mudanças nas taxas de câmbio e/ou de juros. Os riscos políticos e/ou económicos podem também levar os investidores de outras regiões ou países a resgatar as suas unidades.</p>	<p>Os gestores podem simular o resgate, num determinado período de tempo, por parte de uma proporção significativa de investidores localizados num país específico.</p>
<b>Estratégia dos investidores</b>	<p>Embora muitas estratégias dos investidores sejam de longo prazo e, em qualquer circunstância, difíceis de contrariar, alguns investidores seguem estratégias assentes em fórmulas ou</p>	<p>Os gestores podem simular resgates de investidores seguindo estratégias semelhantes em condições de</p>

<sup>11</sup> Este exercício pode ter uma utilidade limitada se o fundo tiver apenas um investidor institucional que coopere com o gestor no que se refere às intenções de subscrever e resgatar unidades.

	<p>predefinidas que podem representar um risco de resgate particular em condições de mercado em mudança. Por exemplo, alguns fundos procuram explicitamente visar um nível de risco, medido pela volatilidade, e são identificáveis como tal através das suas designações e dos objetivos de investimento declarados. Esses fundos procuram frequentemente reduzir o risco (<i>de-risk</i>) em períodos voláteis e podem constituir um risco acrescido de resgate em períodos de volatilidade para determinadas categorias de ativos. Quando fundos com estratégias assentes em fórmulas ou predefinidas são investidores, os gestores podem ter de ter em devida conta o risco de liquidez que esses fundos representam em condições de pressão e de mercado normais.</p>	<p>pressão e em condições normais de mercado.</p>
--	--	---

### V.1.13 Testes de esforço de liquidez para outros tipos de passivos

**57. Se for caso disso, os gestores devem incluir outros tipos de passivos nos seus testes de esforço de liquidez em condições normais e de pressão de mercado. Todos os elementos relevantes no lado do passivo do balanço do fundo, incluindo elementos que não sejam resgates, devem ser objeto de testes de esforço de liquidez.**

58. Os resgates líquidos podem não ser o único risco relevante para a liquidez do lado do passivo do balanço de um fundo e que, por conseguinte, deve ser objeto de testes de esforço de liquidez. Em alguns casos, os testes de esforço de liquidez devem determinar as circunstâncias em que o risco de liquidez não pode ser mitigado, por exemplo, um nível de pedidos de reforço de margem que o fundo não seja capaz de financiar. Os planos de emergência devem refletir adequadamente este aspeto e contribuir para mitigar o risco de liquidez em tais circunstâncias.

59. O quadro abaixo apresenta exemplos de fatores suscetíveis de afetar o risco de liquidez:

Tipo de passivo	Exemplos de fatores suscetíveis de afetar o risco de liquidez	Potenciais eventos que podem ser simulados
-----------------	---	--

Derivados	Alterações no valor dos ativos subjacentes podem gerar pedidos de reforço de margem de derivativos, afetando a liquidez disponível do fundo	Simulação de uma mudança no valor do subjacente do derivado que gere um pedido de reforço de margem superior ao previsto
Capital comprometido	Os fundos que investem em ativos reais ou imobiliários são frequentemente obrigados a utilizar capital para assegurar o serviço do investimento, como custos de manutenção ou de renovação	Simulação de um evento inesperado que provoque um novo/mais elevado investimento de capital num investimento imobiliário
Operações de Financiamento de Títulos / Gestão de Carteiras Eficaz	Os fundos que concedem empréstimos estão expostos ao risco de contraparte do mutuário e ao risco de liquidez associado a um potencial incumprimento. Embora tal possa ser atenuado pela garantia prestada, o risco de liquidez não é eliminado (tendo em conta a liquidez da garantia).	Simulação de incumprimento da contraparte numa operação de empréstimo de valores mobiliários. Simulação do risco de reinvestimento de garantias em numerário
Pagamento de juros/créditos	Os fundos que incorporam a alavancagem na sua estratégia de investimento estão sujeitos ao risco de liquidez decorrente de fatores como a sensibilidade à taxa de juro	Simulação do aumento das taxas de juros sobre as obrigações de pagamento do fundo

### V.1.14 Fundos que investem em ativos menos líquidos

**60. Os riscos decorrentes de ativos e passivos menos líquidos devem ser refletidos nos testes de esforço de liquidez.**

61. Muitos fundos investidos em ativos menos líquidos têm riscos distintos, decorrentes tanto de ativos como de passivos, dos fundos que investem em títulos mais líquidos. Por exemplo, muitos FIA que investem em imobiliário têm períodos de negociação e períodos de pré-aviso menos frequentes, o que reduz o risco do passivo relativamente a resgates. No entanto, esses fundos também estão expostos a riscos de passivo distintos decorrentes do serviço e manutenção dos ativos imobiliários (incluindo riscos difíceis de simular, como riscos jurídicos).

62. Além disso, os fundos que investem em ativos menos líquidos têm, por definição, menos flexibilidade para melhorar a liquidez global através da venda de ativos com um desconto limitado em períodos de pressão do mercado. Por conseguinte, os resultados dos testes de esforço de liquidez realizados por gestores de ativos menos líquidos podem ter algumas características distintivas.
63. Cenários de baixa probabilidade, mas de elevado impacto, incluindo a dificuldade potencial de fixar de forma fiável o preço de ativos menos líquidos em períodos de pressão do mercado, são importantes para os ativos menos líquidos. Esses ativos podem ser particularmente vulneráveis à ausência de liquidez em períodos de pressão do mercado, afetando o tempo até à liquidez, o custo de liquidação, bem como a própria certeza de liquidação dos ativos no melhor interesse dos investidores. Os testes de esforço inversos podem ser uma ferramenta particularmente valiosa neste contexto, contribuindo para identificar cenários suscetíveis de conduzir a um risco significativo de liquidez do fundo (por exemplo, identificando cenários suscetíveis de conduzir à imposição de regimes especiais ou a suspensões).
64. A natureza de uma base de ativos menos líquida pode colocar ainda mais ênfase na importância de os gestores assegurarem que os investidores são tratados de forma imparcial durante condições de pressão do mercado. Em consequência, os testes de esforço de liquidez podem ajudar os gestores a estabelecer um quadro de governação destinado a apoiar resultados justos para todos os investidores, contribuindo para definir um método justo de liquidação de ativos.
65. Uma forma através da qual um gestor pode considerar a liquidez do fundo é conferindo prioridade à realização de testes de esforço de liquidez *ad hoc* em fundos que invistam em ativos menos líquidos se tiver sido identificado um evento futuro suscetível de ter um impacto negativo na liquidez do fundo. Assim, os gestores devem prestar especial atenção à adequação da frequência dos testes de esforço de liquidez em fundos que investem em ativos menos líquidos.
66. Os fundos de fundos que obtêm uma exposição indireta a ativos menos líquidos através dos seus fundos-alvo devem ter em devida conta as considerações relativas aos ativos menos líquidos. Isso deve-se ao facto de a exposição subjacente a esses fundos-alvo poder conduzir à suspensão do veículo de investimento visado ou a outras medidas. Tal pode ter impacto nos fundos de fundos, pelo que o modelo de testes de esforço de liquidez deve ter em conta este risco.

### **V.1.15 Combinação de testes de esforço de liquidez de ativos e passivos**

- 67. Após submeterem separadamente a testes de esforço de liquidez os ativos e os passivos do balanço do fundo, os gestores devem combinar adequadamente os resultados do teste de esforço de liquidez para determinar o efeito global sobre a liquidez do fundo.**
68. A combinação dos testes de esforço de liquidez de ativos e passivos pode contribuir para a avaliação dos fundos que apresentam o maior risco de liquidez num

determinado momento, tendo em conta o risco de liquidez tanto dos ativos como dos passivos. Este procedimento pode desempenhar um papel importante no planeamento de emergência para uma crise elaborado pelos gestores, como no planeamento do impacto do risco de liquidez cristalizado num ou mais fundos a nível das empresas<sup>12</sup>.

69. Os gestores devem incorporar a classificação de risco nos testes de esforço de liquidez, sempre que esta faculte uma perspetiva mais clara da liquidez dos fundos que gerem, nomeadamente no âmbito do planeamento de emergência e da preparação operacional para uma crise de liquidez.
70. Um resultado da combinação dos testes de esforço de liquidez de ativos e passivos pode constituir um parâmetro ou uma pontuação comparável, por exemplo, com base no rácio de cobertura de resgate. A abordagem escolhida pelo gestor deve ser explicada e documentada na política de testes de esforço de liquidez, em especial se não exigir a avaliação do tempo e/ou dos custos de liquidação dos ativos de uma carteira, conforme descrito no ponto 42. Quando um fundo gerido pelo gestor puder ser comparado a outro fundo que utilize esse parâmetro, pode ser um indicador de risco significativo para a direção de topo<sup>13</sup>.
71. Nos casos em que as pontuações/parâmetros dos fundos se alterem substancialmente num determinado período de tempo, os testes de esforço de liquidez combinados de ativos e passivos pode contribuir para a criação de um sistema de alerta que permita avaliar se é necessário tomar medidas em relação à liquidez de um fundo.

### **V.1.16 Agregação de testes de esforço de liquidez a fundos**

- 72. Os gestores devem agregar testes de esforço de liquidez aos fundos sob a sua gestão, caso considerem que essa atividade é adequada para esses fundos.**
73. A agregação de testes de esforço de liquidez a fundos implica a utilização do mesmo teste de liquidez em mais do que um fundo com estratégias ou exposições semelhantes. Pode ser útil quando se considera a capacidade de um mercado menos líquido para absorver vendas de ativos, caso ocorram simultaneamente em fundos geridos pelo mesmo gestor. Isto pode ser particularmente pertinente quando os fundos geridos por um gestor possuem um nível significativo de ativos num determinado mercado. A agregação de testes de esforço de liquidez pode permitir ao gestor verificar melhor o custo de liquidação ou o tempo até à liquidez de cada título, tendo em conta o volume da transação, as condições de pressão do mercado e o risco de contraparte.

---

<sup>12</sup> ESRB/2017/6, página 31.

<sup>13</sup> Informação adicional poderá ser consultada através do Guia para a utilização de testes de esforço no âmbito da gestão de riscos das sociedades de gestão de ativos, AMF, página 18 ([Guide to the use of stress tests as part of risk management within asset management companies](#)), e Testes de esforço de liquidez nas sociedades de gestão de ativos na Alemanha, BaFin, páginas 29-31 ([Liquidity stress testing in German asset management companies](#)).

## V.2 Orientações aplicáveis aos depositários

- 74. Os depositários devem estabelecer procedimentos de verificação apropriados para verificar se o gestor de um fundo dispõe de procedimentos documentados para o seu programa de testes de esforço de liquidez.**
75. A verificação não exige que o depositário avalie a adequação dos testes de esforço de liquidez. Por exemplo, uma forma de verificar se estão previstos e são realizados testes de esforço de liquidez consiste em confirmar se o processo de gestão de riscos do OICVM ou o processo de gestão de riscos da FIA prevê que o gestor realize testes de esforço de liquidez no fundo.
76. Nos termos da Diretiva OICVM e da DGFIA, os depositários devem aplicar procedimentos para verificar se o fundo está a agir em conformidade com as obrigações decorrentes dessas diretivas.<sup>14</sup>
77. Se não estiver convencido da existência de testes de esforço de liquidez, o depositário deve tomar medidas, como faria com quaisquer outras provas de uma potencial violação das regras por um gestor. Consoante o regime nacional, tal pode exigir que um depositário informe (ou exigir que um gestor informe) a ANC pertinente do incumprimento das regras aplicáveis por parte do gestor.
78. O depositário não necessita de reproduzir ou contestar os testes de esforço de liquidez realizados por um gestor.

## V.3 Interação com as autoridades nacionais competentes

79. As ANC podem, se assim o entenderem, solicitar a apresentação dos testes de esforço de liquidez de um gestor para ajudar a demonstrar a probabilidade um fundo cumprir as regras aplicáveis, nomeadamente no que diz respeito à capacidade do fundo para satisfazer pedidos de resgate em condições normais e de pressão.
80. Além disso, os gestores devem notificar as ANC dos riscos materiais e das medidas tomadas para lhes dar resposta.
81. As ANC podem, se assim o entenderem, solicitar aos gestores que lhes comuniquem outras informações relacionadas com os testes de esforço de liquidez, incluindo modelos de testes de esforço de liquidez e os respetivos resultados. Tal pode ser o caso, nomeadamente, durante um período de importantes resgates no mercado.

---

<sup>14</sup> No caso dos OICVM, nos termos do artigo 3.º, n.º 2, do Regulamento Delegado da Comissão (UE) 2016/438. No caso dos GFIA, nos termos do artigo 95.º do Regulamento Delegado da Comissão (UE) n.º 231/2013.