



European Securities and
Markets Authority

Directrices

Sobre las pruebas de resistencia de liquidez en los OICVM y los FIA





1 Índice

I. Ámbito de aplicación.....	2
II. Referencias legislativas, abreviaturas y definiciones.....	4
III. Objeto.....	8
IV. Obligaciones de cumplimiento y comunicación	8
V. Directrices sobre las pruebas de resistencia de liquidez en los OICVM y los FIA	10

I. Ámbito de aplicación

¿A quién son aplicables?

1. Las presentes directrices se aplican a los gestores, depositarios y autoridades nacionales competentes.

¿Qué es lo que se aplica?

2. Estas directrices se refieren a las pruebas de resistencia de liquidez en los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) y los fondos de inversión alternativos (FIA).
3. En particular, las directrices se aplican a los gestores, fundamentalmente, en relación con el artículo 16, apartado 1, de la Directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos (DGFIA), los artículos 47 y 48 del Reglamento de nivel 2 por el que se complementa la DGFIA, el artículo 51 de la Directiva OICVM, el artículo 40, apartado 3, de la Directiva OICVM de nivel 2 y el artículo 28 del Reglamento sobre fondos de inversión en activos del mercado monetario (Reglamento sobre FMM).
4. En lo que respecta a los depositarios, las directrices se aplican principalmente en relación con el artículo 21 de la DGFIA, el artículo 92 del Reglamento DGFIA de nivel 2, el artículo 22, apartado 3, de la Directiva OICVM y el artículo 3 del Reglamento OICVM de nivel 2.
5. Estas directrices se aplican a los OICVM y los FIA, incluidos:
 - a) los fondos de inversión cotizados, tanto si operan como OICVM o como FIA¹;
 - b) FIA apalancados de capital fijo.
6. Las directrices recogidas en las secciones V.1.1 (Diseño de modelos de pruebas de resistencia de liquidez), V.1.2 (Entender el riesgo de liquidez), V.1.3 (Principios de gestión de las pruebas de resistencia de liquidez), V.1.4 (Política de pruebas de resistencia de liquidez), V.2 (Directrices aplicables a los depositarios), así como en los apartados 79 y 81 de la sección V.3 (Interacción con las autoridades nacionales competentes) se aplican a los FMM, sin perjuicio de que el Reglamento sobre FMM y las directrices de la ESMA se apliquen exclusivamente a los FMM², ya que dichas normas prevalecen en caso de conflicto.

¹ Con el fin de aclarar cualquier duda, se aplican las directrices existentes relativas a los OICVM que reciban garantías en virtud de las [Directrices sobre fondos cotizados \(ETF\) y otras cuestiones relativas a los OICVM \(ESMA 2014/937ES\)](#). El apartado 45 de las Directrices sobre fondos cotizados (ETF) y otras cuestiones relativas a los OICVM establece que «los OICVM que reciban garantías por al menos el 30 % del valor de su patrimonio deberán disponer de una política adecuada en materia de pruebas de estrés que asegure la realización periódica de dichas pruebas en condiciones normales y excepcionales de liquidez a fin de poder valorar el riesgo de liquidez asociado a la garantía». Esta medida se aplica específicamente a las circunstancias relacionadas con esos OICVM, mientras que las directrices sobre las pruebas de resistencia de liquidez tienen por finalidad ofrecer orientaciones acerca de la aplicación de dichas pruebas a los fondos de inversión en general, y deben ser tenidas en cuenta por todos los OICVM.

² Como las directrices de la ESMA por las que se establecen parámetros comunes de referencia de los escenarios de las pruebas de resistencia que deben incluirse en las pruebas de resistencia de los gestores de FMM (denominadas actualmente «[ESMA34-49-115](#)»).

7. Estas directrices deben adaptarse a la naturaleza, dimensión y complejidad del fondo. Además, el tema de las pruebas de resistencia de liquidez se solapa con otros aspectos relacionados con la gestión de la liquidez de los fondos, como la gestión de activos con mayor o menor grado de liquidez, la diversificación y la implantación de medidas tales como una herramienta de gestión de liquidez adicional ex post. Estas directrices no pretenden ofrecer orientaciones exhaustivas acerca de cuestiones relacionadas con la gestión de la liquidez ajenas al ámbito de las pruebas de resistencia de liquidez.

¿Cuándo son aplicables?

8. Estas directrices serán de aplicación a partir del 30 de septiembre de 2020.

II. Referencias legislativas, abreviaturas y definiciones

Referencias legislativas

<i>Directiva OICVM</i>	Directiva 2009/65/CE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) ³ .
Directiva OICVM de nivel 2	Directiva 2010/43/UE de la Comisión, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión ⁴ .
<i>DGFIA</i>	Directiva 2011/61/UE relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010 ⁵ .
<i>Reglamento DGFIA de nivel 2</i>	Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión, por el que se complementa la Directiva 2011/61/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión.
<i>RDC (UE) 2016/438</i>	Reglamento Delegado (UE) 2016/438 de la Comisión, que complementa la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo con respecto a las obligaciones de los depositarios ⁶ .
<i>Reglamento sobre FMM</i>	Reglamento (UE) 2017/1131 sobre los fondos del mercado monetario ⁷ .
<i>Reglamento de la ESMA</i>	Reglamento (UE) n.º 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión

³ DO L 302 de 17.11.2009, p. 32.

⁴ DO L 176 de 10.7.2010, p. 42.

⁵ DO L 174 de 1.7.2011, p. 1.

⁶ DO L 78 de 24.3.2016, p. 11.

⁷ DO L 169 de 30.6.2017, p. 46.



n.º 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión⁸.

⁸ DO L 331 de 15.12.2010, p. 84.

Abreviaturas

<i>ANC</i>	Autoridad nacional competente
<i>ESMA</i>	Autoridad Europea de Valores y Mercados
<i>ETF</i>	Fondo cotizado
<i>FIA</i>	Fondo de inversión alternativo
<i>FMM</i>	Fondos del mercado monetario
<i>FoF</i>	Fondo de fondos
<i>FSB</i>	Consejo de Estabilidad Financiera
<i>FX</i>	Moneda extranjera
<i>GFIA</i>	Gestor de fondos de inversión alternativos
<i>HGLA</i>	Herramienta de gestión de liquidez adicional
<i>JERS</i>	Junta Europea de Riesgo Sistémico
<i>LST</i>	Pruebas de resistencia de liquidez
<i>OICVM</i>	Organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios
<i>PGR FIA</i>	Política de gestión de riesgos de un GFIA
<i>PGR OICVM</i>	Proceso de gestión del riesgo en un OICVM
<i>RCR</i>	Coefficiente de cobertura de liquidez
<i>RST</i>	Pruebas de resistencia inversas
<i>UE</i>	Unión Europea

Definiciones

<i>FIA de capital fijo</i>	FIA diferente de un FIA ampliable, que cumpla los criterios establecidos en el artículo 1, apartado 2, del Reglamento Delegado (UE) n.º 694/2014 de la Comisión ⁹ .
<i>Depositario</i>	Depositario de un OICVM o un FIA.
<i>HGLA ex post</i>	Herramientas/medidas aplicadas por los gestores en circunstancias excepcionales con el fin de controlar o limitar las operaciones con participaciones o acciones de un fondo en interés de los inversores; incluyen, con carácter no limitativo, la suspensión de operaciones con participaciones, el aplazamiento de operaciones y los compartimentos especiales dentro del fondo para la separación de activos según su liquidez.
<i>Precio de venta forzosa</i>	Liquidación de un activo aplicando un descuento significativo sobre su valor razonable.
<i>Fondo</i>	Un OICVM o un FIA.
<i>Coste de liquidación</i>	Coste que paga el vendedor de un activo por la ejecución de una operación determinada en un momento dado con el fin de obtener liquidez.
<i>Riesgo de liquidez</i>	Riesgo de que no se pueda vender, liquidar o cancelar una posición en el fondo incurriendo en un coste limitado para cumplir en cualquier momento las obligaciones de reembolso de participaciones o acciones.
<i>Prueba de resistencia de liquidez</i>	Herramienta de gestión de riesgos dentro del marco global de gestión del riesgo de liquidez de un gestor que simula un conjunto de condiciones, que incluyen condiciones normales y condiciones plausibles de estrés (extremo, improbable o desfavorable) con el fin de evaluar su posible repercusión sobre la financiación (pasivo), el activo, la liquidez general de un fondo y las medidas de seguimiento necesarias.
<i>Gestor</i>	a) En relación con un OICVM, hace referencia a la sociedad gestora de dicho organismo o, si se trata de OICVM autogestionados, a la sociedad de inversión del OICVM.

⁹ DO L 183 de 24.6.2014, p. 18.



b) En relación con un FIA, se refiere al GFIA o a un FIA gestionado internamente.

c) En relación con un FMM, hace referencia al gestor de dicho fondo.

Coeficiente de cobertura de capital	Medida de la capacidad de los activos de un fondo para satisfacer las obligaciones de financiación derivadas del pasivo del balance, como una perturbación de reembolso.
Prueba de resistencia inversa	Prueba de la resistencia de un fondo que comienza con la identificación del resultado predefinido en términos de liquidez de dicho fondo (por ejemplo, el punto en el que la liquidez de este dejaría de ser suficiente para satisfacer las solicitudes de reembolso de participaciones) y, a continuación, explora los escenarios y circunstancias en que podría materializarse dicha situación.
Regímenes particulares	Tipos específicos de medidas HGLA ex post disponibles para algunos FIA, que afectan a los derechos de reembolso de los inversores, como los compartimentos especiales dentro del fondo o las limitaciones al reembolso.
<i>Plazo para alcanzar la liquidez</i>	Enfoque según el cual un gestor puede estimar la cantidad de activos que se pueden liquidar incurriendo en un coste aceptable para un horizonte temporal dado.

III. Objeto

9. Las presentes directrices están basadas en el artículo 16, apartado 1, del Reglamento de la ESMA. Su finalidad es establecer prácticas coherentes, eficaces y eficientes dentro del Sistema Europeo de Supervisión Financiera y garantizar una aplicación común, uniforme y coherente del Derecho de la Unión. En particular, el propósito de las directrices es aumentar el rigor, la coherencia y, en algunos casos, la frecuencia de las pruebas de resistencia de liquidez que ya se llevan a cabo, así como fomentar una supervisión convergente de dichas pruebas por parte de las autoridades nacionales competentes.

IV. Obligaciones de cumplimiento y comunicación

Rango jurídico de las presentes Directrices

10. Con arreglo al artículo 16, apartado 3, del Reglamento de la ESMA, las autoridades nacionales competentes y los participantes en los mercados financieros harán todo lo posible por atenerse a estas directrices.

11. Las autoridades competentes sujetas a la aplicación de las presentes directrices deberán darles cumplimiento mediante su incorporación a sus marcos jurídicos o de supervisión nacionales según corresponda, incluso en aquellos casos en los que determinadas directrices estén dirigidas fundamentalmente a los participantes en los mercados financieros. En tales casos, las autoridades competentes deberán garantizar mediante la supervisión que los participantes en los mercados financieros cumplan con las directrices.

Requisitos de información

12. En el plazo de dos meses partir de la fecha de publicación de las directrices en el sitio web de la ESMA en todas las lenguas oficiales de la UE, las autoridades competentes a las que se aplican las presentes directrices deberán notificar a la ESMA si i) cumplen, ii) no cumplen pero tienen intención de cumplir, o iii) no cumplen y no tienen intención de cumplir las directrices.
13. En caso de incumplimiento, las autoridades competentes también deben notificar a la ESMA en un plazo de dos meses a partir de la fecha de publicación de las directrices en el sitio web de la ESMA en todas las lenguas oficiales de la UE las razones por las que no cumplen las directrices.
14. En el sitio web de la ESMA se encuentra disponible un modelo para estas notificaciones. Una vez cumplimentado el modelo, se transmitirá a la ESMA.
15. Los participantes de los mercados financieros no están obligados a notificar si adoptan las presentes directrices.

V. Directrices sobre las pruebas de resistencia de liquidez en los OICVM y los FIA

V.1 Directrices aplicables a gestores

V.1.1 Diseño de modelos de pruebas de resistencia de liquidez

16. Al diseñar sus modelos de pruebas de resistencia de liquidez, los gestores deberán determinar:

- a los factores de riesgo que pueden afectar a la liquidez del fondo;**
- b los tipos de escenarios que se utilizarán en las pruebas y su nivel de gravedad;**
- c los diferentes resultados e indicadores que se supervisarán, con base en los resultados de las pruebas de resistencia de liquidez;**
- d la comunicación de los resultados e indicadores de las pruebas de resistencia de liquidez a la dirección;**
- e el modo en que los responsables de la gestión de riesgos, la gestión de carteras y la alta dirección de la empresa utilizan los resultados de las pruebas de resistencia de liquidez.**

17. Los gestores deben asegurarse de que las pruebas de resistencia de liquidez proporcionen información que permita adoptar medidas de seguimiento.

V.1.2 Entender el riesgo de liquidez

18. El gestor de un fondo debe poseer un conocimiento profundo de los riesgos de liquidez asociados a los activos y pasivos incluidos en el balance de situación del fondo, así como de su perfil global de liquidez, con el fin de utilizar pruebas de resistencia de liquidez adecuadas para el fondo que gestione.

19. El gestor debe alcanzar un equilibrio empleando pruebas de resistencia de liquidez que cumplan los requisitos siguientes:

- a. deben ser específicas al fondo, centrarse en los aspectos adecuados y hacer hincapié en los principales factores de riesgo de liquidez;**
- b. deben utilizar un conjunto de escenarios suficientemente amplio como para ser representativo de los diversos riesgos del fondo.**

V.1.3 Principios de gestión de las pruebas de resistencia de liquidez

- 20. Las pruebas de resistencia de liquidez deben estar correctamente integradas en el marco de gestión de riesgos del fondo en el que se apoya la gestión de la liquidez. Dichas pruebas deben estar sujetas a una gestión y una supervisión apropiadas, lo que incluye procedimientos adecuados de información y traslado a instancias de decisión superiores.**
21. Las pruebas de resistencia de liquidez deben efectuarse en condiciones similares a las de otras operaciones de gestión de riesgos sujetas a requisitos reglamentarios de independencia, incluido el requisito de que el personal encargado de la gestión de riesgos actúe de manera independiente de otras funciones, como la de gestión de carteras. Sin embargo, la estructura de gestión debe tener en cuenta el modo en que dicha función de gestión de carteras tiene en consideración las pruebas de resistencia de liquidez al gestionar el fondo.
22. En los casos en que el gestor delegue tareas de gestión de carteras en un tercero, deberá prestarse una atención especial al requisito de independencia con objeto de evitar la dependencia o influencia de las propias pruebas de resistencia de liquidez de dicho tercero.
23. Los requisitos de organización incluyen el relativo a una eficaz gestión de los conflictos de intereses que surjan de la puesta en práctica de las pruebas de resistencia de liquidez. Estos conflictos de intereses incluyen:
 - a. permitir que otros agentes, como el personal encargado de la gestión de carteras (incluidos los gestores de carteras de entidades jurídicas separadas), ejerzan una influencia indebida sobre la ejecución de las pruebas de resistencia de liquidez, incluido el hecho de apoyarse en los criterios de tales agentes en relación con la liquidez de los activos;
 - b. la gestión de la información relativa a los resultados de las pruebas de resistencia. Si se comparte información con un cliente, es preciso asegurarse de que el gestor no incumpla la obligación de dispensar un trato justo a todos los inversores en la forma en que revela información sobre el fondo.

V.1.4 Política de pruebas de resistencia de liquidez

- 24. Las pruebas de resistencia de liquidez deben documentarse en una política específica dentro de la PGR de los OICVM y FIA. El gestor deberá revisar periódicamente dichas pruebas y, si es necesario, adaptarlas según proceda. La política de pruebas de resistencia de liquidez debe incluir como mínimo los elementos siguientes:**
 - a. una definición clara del papel que desempeña en el proceso la alta dirección de la empresa, incluido su órgano de gobierno (por ejemplo, el consejo de administración o de patronato);

- b. la identificación de la función o funciones de gestión responsables del proceso y de su ejecución;
- c. su interacción con otros procedimientos de gestión del riesgo de liquidez, incluidos los planes de contingencia del gestor y la función de gestión de carteras;
- d. un requisito referente a la comunicación interna periódica de los resultados de las pruebas de resistencia de liquidez, en el que se especifique la frecuencia y los destinatarios de estos informes;
- e. la revisión periódica, la documentación de los resultados y un procedimiento para modificar la política cuando así lo requiera su revisión;
- f. las circunstancias que exigen un traslado a instancias de decisión superiores, incluso en los casos en que se superen los límites/umbrales de liquidez;
- g. los fondos sujetos a las pruebas de resistencia de liquidez;
- h. los modelos de validación inicial de las pruebas de resistencia de liquidez y las hipótesis en las que se apoyan, que deben aplicarse de forma independiente de la gestión de carteras, aunque no necesariamente por una persona o entidad externa al gestor;
- i. los tipos y el nivel de gravedad de los escenarios utilizados en las pruebas de resistencia y los motivos que justifican la selección de dichos escenarios;
- j. las hipótesis utilizadas en relación con la disponibilidad de datos para los escenarios, su justificación y la frecuencia con la que se revisan;
- k. la frecuencia con la que se llevan a cabo las pruebas de resistencia de liquidez y las razones que justifican la selección de esa frecuencia;
- l. los métodos empleados para la liquidación de activos, incluidas las limitaciones e hipótesis utilizadas.

V.1.5 Frecuencia de las pruebas de resistencia de liquidez

25. Las pruebas de resistencia de liquidez deben efectuarse como mínimo con frecuencia anual y, cuando proceda, llevarse a cabo en todas las fases del ciclo de vida de un fondo. Se recomienda realizar estas pruebas con frecuencia trimestral o superior. La determinación de una frecuencia mayor o menor debe basarse en las características del fondo. Deberán reflejarse en la política de pruebas de resistencia de liquidez las razones de la frecuencia elegida. La flexibilidad en esta cuestión es admisible dependiendo de la naturaleza, dimensión y complejidad del fondo, así como de su perfil de liquidez.
26. Cuando deban decidir sobre la frecuencia adecuada de las pruebas de resistencia de liquidez, los gestores deberán tener en cuenta los aspectos siguientes:

- a. la liquidez del fondo determinada por su gestor y cualquier cambio que se produzca en la liquidez de los activos;
- b. la frecuencia deberá adaptarse al fondo; el gestor, por tanto, no debe utilizar un enfoque único para todos los fondos que gestione;
- c. la naturaleza del vehículo (de capital fijo o ampliable), la política de reembolso y las herramientas de gestión de liquidez, como los compartimentos especiales o las limitaciones al reembolso, pueden ser factores adicionales que tener en consideración al determinar la frecuencia adecuada de las pruebas de resistencia de liquidez.

27. Los gestores deberán tener en cuenta los factores que se describen en el cuadro siguiente a la hora de determinar la frecuencia adecuada de las pruebas de resistencia de liquidez:

Frecuencia recomendada de las pruebas	<ul style="list-style-type: none"> • Trimestral, a menos que esté justificado realizarlas con una frecuencia mayor o menor según las características del fondo. La justificación deberá reflejarse en la política de pruebas de resistencia de liquidez.
Factores que pueden <u>incrementar</u> la frecuencia de realización de las pruebas de resistencia de liquidez periódicas	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento de la frecuencia de las operaciones con participaciones. • Aumento de los riesgos asociados a los pasivos, como una base de inversores concentrada. • Complejidad de la estrategia de inversión (por ejemplo, una amplia utilización de instrumentos derivados). • Disminución de la liquidez de los activos. • Un suceso inminente que pueda resultar perjudicial para la liquidez del fondo.
Factores que pueden <u>reducir</u> la frecuencia de realización de las pruebas de resistencia de liquidez periódicas	<ul style="list-style-type: none"> • Una elevada liquidez de la base de activos. • Disminución de la frecuencia de las operaciones con participaciones del fondo.
Recomendación de utilizar pruebas de resistencia de liquidez ad hoc	<ul style="list-style-type: none"> • Deberán llevarse a cabo pruebas de resistencia de liquidez ad hoc lo antes posible si el gestor identifica un riesgo significativo para la liquidez del fondo que exija una respuesta inmediata.

V.1.6 Utilización de los resultados de las pruebas de resistencia de liquidez

28. Las pruebas de resistencia de liquidez deben proporcionar unos resultados que:

- a. ayuden a garantizar que el fondo es suficientemente líquido, según lo exigido por las normas aplicables y las condiciones de reembolso estipuladas en la documentación del fondo;**
- b. fortalezcan la capacidad del gestor para administrar la liquidez del fondo de acuerdo con el interés superior de los inversores, incluso al planificar períodos de mayor riesgo de liquidez;**
- c. contribuyan a identificar los posibles problemas de liquidez de una estrategia de inversión y ayuden a tomar decisiones de inversión;**
- d. ayuden a supervisar la gestión de riesgos y a tomar decisiones en este ámbito, relativas incluso al establecimiento de límites internos pertinentes por parte del gestor con respecto a la liquidez del fondo como herramienta adicional de gestión de riesgos. Esto puede incluir garantizar que se puedan medir los resultados de las pruebas de resistencia de liquidez a través de un parámetro comparable, como un indicador de riesgos clave.**

29. Las pruebas de resistencia de liquidez deben ayudar al gestor a preparar el fondo para hacer frente a una crisis, así como, desde un punto de vista más general, a llevar a cabo su labor de planificación de contingencias. Esta planificación puede conllevar la elaboración de planes por parte del gestor para aplicar una HGLA ex post a un fondo.

V.1.7 Cómo adaptar las pruebas de resistencia de liquidez a cada fondo

30. Las pruebas de resistencia de liquidez deben adaptarse adecuadamente a cada fondo, lo que incluye adaptar:

- a. la frecuencia de realización de dichas pruebas;**
- b. los tipos y el nivel de gravedad de los escenarios que se utilizarán para crear las condiciones de estrés, que siempre deben ser lo suficientemente severos pero sin dejar de ser plausibles, y basarse en los riesgos de liquidez de los activos y pasivos del balance de situación del fondo, así como en el perfil general de liquidez de este;**
- c. las hipótesis relativas al comportamiento de los inversores (reembolsos brutos y netos) y a la liquidación de los activos;**

- d. la complejidad del modelo de pruebas de resistencia de liquidez, que debe tener en cuenta la complejidad de la estrategia de inversión del fondo, la composición de la cartera, las herramientas de gestión de la liquidez y el uso de técnicas de gestión de cartera eficientes;**
- e. en el caso de un fondo cotizado, las particularidades de estos fondos, por ejemplo teniendo en consideración el papel de los participantes autorizados, los modelos de reembolso y los modelos de reproducción.**

V.1.8 Escenarios de las pruebas de resistencia de liquidez

- 31. Las pruebas de resistencia de liquidez deben utilizar escenarios hipotéticos e históricos, y, cuando proceda, pruebas de resistencia inversa. Las pruebas de resistencia de liquidez no deberán basarse en exceso en datos históricos, ya que las situaciones futuras de estrés pueden ser distintas de las vividas en el pasado.**
- 32. Los escenarios históricos de las pruebas de resistencia de liquidez pueden incluir la crisis financiera mundial de 2008-2010 o la crisis de la deuda europea de 2010-2012. Los escenarios hipotéticos pueden incluir un aumento de los tipos de interés, un incremento de los diferenciales de crédito o sucesos políticos.
- 33. Los gestores que utilicen pruebas de resistencia inversas deberán simular la liquidación de activos de un modo que refleje la forma en que el gestor liquidaría los activos durante un período de estrés excepcional en el mercado. Las pruebas de resistencia inversas deben tener en cuenta el tratamiento de los propietarios de participaciones que decidan no salir del fondo, así como de aquellos que exijan el reembolso de las participaciones, el papel de los costes de transacción y si se aceptarían o no precios de venta forzosa.
- 34. Los fondos que participen en estrategias de inversión que los expongan a riesgos de baja probabilidad pero con un impacto potencial elevado deben prestar una atención especial al uso de pruebas de resistencia inversas con el fin de evaluar las consecuencias que puede tener un suceso extremo en el mercado sobre su perfil de liquidez.
- 35. Las pruebas de resistencia inversas pueden utilizarse para determinar si es necesario adoptar medidas para garantizar un nivel adecuado de liquidez del fondo o si la circunstancia en cuestión es lo suficientemente excepcional como para imponer la suspensión en cumplimiento de la normativa aplicable. En el caso de los OICVM se consideran «circunstancias excepcionales» las descritas en el artículo 84, apartado 2, de la Directiva OICVM, las normas nacionales aplicables y el folleto o las reglas del fondo.

36. Un FIA también puede utilizar pruebas de resistencia inversas para simular el nivel de los activos que se pueden liquidar antes de aplicar los «regímenes particulares» que permitan su política de reembolso y las normas nacionales¹⁰.

V.1.9 Disponibilidad de los datos

37. **Las pruebas de resistencia de liquidez deben demostrar que un gestor es capaz de superar las limitaciones relacionadas con la disponibilidad de los datos, por ejemplo:**

- a. evitando formular hipótesis optimistas;**
- b. justificando la utilización de modelos de pruebas de resistencia de liquidez desarrollados por terceros, incluso cuando el modelo haya sido desarrollado por un gestor de carteras externo;**
- c. ejerciendo un criterio cualitativo especializado.**

38. En particular, los gestores deberán adaptar su enfoque cuando los datos disponibles sean limitados, y las hipótesis empleadas deberán revisarse convenientemente.

39. Deberán simularse reducciones adecuadas de la liquidez de los activos tanto en condiciones de mercado normales como de estrés, sobre todo cuando los datos históricos no ofrezcan suficientes ejemplos de condiciones de estrés severas. No debe darse por supuesto que la cartera se pueda liquidar al volumen de negociación diario promedio de un activo a menos que tal hipótesis pueda justificarse con datos empíricos.

V.1.10 Desarrollo de productos

40. **Durante el desarrollo de productos, el gestor de un fondo que requiera autorización de una autoridad nacional competente deberá:**

- a. ser capaz de demostrar a dicha autoridad que los elementos clave del fondo, incluida su estrategia y la frecuencia de sus operaciones, le permiten mantener un nivel de liquidez suficiente tanto en condiciones normales como de estrés;**
- b. cuando proceda, llevar a cabo pruebas de resistencia de liquidez del activo (utilizando un modelo de cartera) y del pasivo, incorporando el perfil previsto de los inversores tanto en las fases iniciales como finales de la existencia del fondo.**

41. Las pruebas de resistencia de liquidez también se pueden utilizar en el momento del lanzamiento del fondo para ayudar a identificar los factores que pueden afectar de

¹⁰ Considerando 59 del Reglamento de nivel 2 por el que se complementa la DGFIA (Reglamento (UE) n.º 231/2013).

manera significativa a la futura gestión de riesgos del fondo. Por ejemplo: la cuantificación de la sensibilidad del riesgo de liquidez del fondo; la identificación de los factores que influyen en el riesgo de liquidez; la identificación de parámetros o indicadores clave de riesgo para llevar a cabo un seguimiento del riesgo de liquidez en el futuro; la frecuencia de la gestión de riesgos; y la evaluación de cualquier HGLA ex post o régimen particular que se pueda incluir en el folleto o las reglas del fondo.

V.1.11 Someter los activos del fondo a pruebas de resistencia para determinar sus efectos sobre la liquidez del fondo

- 42. Las pruebas de resistencia de liquidez deben permitir a un gestor evaluar no solamente el plazo o el coste requeridos para liquidar activos de una cartera, sino también si dicha actividad sería admisible teniendo en cuenta lo siguiente:**
- a. los objetivos y la política de inversión del fondo;**
 - b. la obligación de administrar el fondo en interés de los inversores;**
 - c. cualquier obligación aplicable para liquidar los activos incurriendo en un coste limitado;**
 - d. la obligación de mantener el perfil de riesgo del fondo tras la liquidación de una parte de los activos que lo integran.**
43. El coste de liquidación y el plazo para alcanzar la liquidez son los dos enfoques principales que suelen utilizar los gestores para simular la liquidez de los activos en condiciones normales y de estrés. Los gestores deberán aplicar el método adecuado para el fondo específico que estén gestionando. Se podrán adoptar otros enfoques para el fondo.
44. El coste de liquidación depende del tipo de activo, el horizonte de liquidación y el volumen de la operación u orden. Los gestores deberán tener en cuenta estos tres factores al valorar el coste de liquidación de sus activos en condiciones normales y de estrés.
45. Los gestores deberán reflejar una cantidad y variedad significativas de condiciones de estrés de mercado al estimar el coste y el plazo de liquidación en condiciones de estrés, que por lo general se caracterizan por una mayor volatilidad, una liquidez menor (por ejemplo, una ampliación del diferencial de precios comprador y vendedor) un plazo más prolongado para alcanzar la liquidez (dependiendo de la clase de activo). En este contexto los gestores no deberán basarse únicamente en observaciones históricas de mercados en situación de estrés.
46. Un gestor deberá elegir el método de liquidación de activos que utilizará en las pruebas de resistencia de liquidez teniendo en cuenta los activos y pasivos, así como las condiciones de reembolso establecidas por el fondo. El gestor también debe ser consciente de las limitaciones del método empleado e introducir ajustes conservadores en su gestión global del riesgo de liquidez con objeto de mitigar dichas limitaciones.

47. El método de liquidación de activos contemplado en las pruebas de resistencia de liquidez debe:

- a. reflejar cómo liquidaría un gestor los activos en condiciones normales y de estrés, de conformidad con las normas aplicables, ya se trate de requisitos legales (con arreglo a la Directiva OICVM) o de limitaciones específicamente impuestas al fondo en el prospecto o en las reglas del fondo;
- b. garantizar que el modelo utilizado para el fondo cumpla en todo momento sus objetivos, la política de inversión y las reglas del fondo;
- c. reflejar que el fondo se gestiona de acuerdo con el interés de todos los inversores, tanto de los que optan por el reembolso como de los que deciden permanecer en el fondo;
- d. cumplir las obligaciones aplicables para que el fondo mantenga el perfil de riesgo previsto en su documentación;
- e. quedar reflejado en la política de pruebas de resistencia de liquidez;
- f. tener en cuenta, cuando proceda, los posibles efectos negativos sobre otros inversores o sobre la integridad global del mercado.

48. Los gestores deben prestar una atención especial a los escenarios de baja probabilidad y elevado impacto, incluidas las posibles dificultades para establecer precios fiables para los activos con menor liquidez durante un período de estrés en el mercado.

V.1.12 Someter los pasivos del fondo a pruebas de resistencia para determinar sus efectos sobre la liquidez del fondo

49. Las pruebas de resistencia de liquidez deben incorporar escenarios relacionados con los pasivos del fondo, incluidos tanto los reembolsos como otras posibles fuentes de riesgo de liquidez que emanan del pasivo del balance de situación del fondo.

50. Las pruebas de resistencia de liquidez deben incorporar factores de riesgo relacionados con el tipo de inversores y la concentración de estos de acuerdo con la naturaleza, dimensión y complejidad del fondo.

51. Las solicitudes de reembolso son la fuente más habitual y, normalmente, más importante de riesgo de liquidez para los fondos de inversión. Además, los diferentes tipos de pasivos incluidos en el balance de situación de un fondo y su posible impacto sobre la liquidez de este varían según el fondo. También se puede estudiar la posibilidad de adoptar regímenes particulares o HGLA al gestionar el riesgo del pasivo.

52. En condiciones normales, los gestores pueden llevar a cabo un seguimiento de los flujos de salida históricos (promedios y tendencias a lo largo del tiempo), el volumen medio de los reembolsos registrados en otros fondos de características similares y la información de cualquier red de distribución sobre las previsiones de reembolso. Los gestores deben cerciorarse de que la serie temporal sea lo suficientemente larga como para reflejar correctamente las condiciones «normales».
53. En condiciones de estrés los escenarios incluyen, por ejemplo, tendencias históricas, sucesos históricos, tendencias contemporáneas de otros fondos de características similares, escenarios hipotéticos o basados en sucesos y pruebas de resistencia inversas.
54. Dependiendo de la disponibilidad de datos históricos detallados sobre cada tipo de inversor y otra información relativa a la distribución específica de un fondo, los gestores también pueden simular solicitudes de reembolso para diferentes tipos de inversores.
55. El gestor deberá tener en cuenta el grado en que se puedan o deban incorporar variables asociadas a otros factores adicionales —como el comportamiento de los inversores— a sus escenarios en el modelo de pruebas de resistencia de liquidez. La decisión acerca de la granularidad, la profundidad del análisis y el uso de datos está sujeta a la necesidad y la proporcionalidad. Los gestores deben entender los posibles riesgos asociados a la base de inversores del fondo y ser capaces de demostrar que dichos riesgos representan un factor significativo en la gestión permanente del riesgo de liquidez de un fondo.
56. El cuadro siguiente ofrece ejemplos de factores referentes al comportamiento de los inversores que se pueden incorporar al modelo de pruebas de resistencia de liquidez:

Factor	Ejemplos de posibles riesgos de liquidez	Ejemplos de aspectos que se pueden incorporar a las pruebas de resistencia de liquidez
Categoría de inversores	El riesgo de reembolso puede variar según el tipo de inversor. Por ejemplo, la probabilidad de que se produzcan reembolsos en condiciones de estrés podrían clasificarse según si los inversores son gestores patrimoniales, planes de pensiones, inversores minoristas directos u otros OICVM o FIA.	Con base en los conocimientos y la experiencia del gestor acerca de sus clientes, el modelo de pruebas de resistencia de liquidez puede simular, por ejemplo, fondos de fondos cuyo riesgo de reembolso sea mayor que el de otros tipos de inversores, y simular primero su retirada del fondo.
Concentración de inversores	Uno o más inversores pueden poseer una proporción significativamente mayor del fondo que otros, lo que genera un	El gestor puede simular el reembolso simultáneo a uno o varios de los inversores más

	riesgo específico de liquidez asociado a la posibilidad de que dicho(s) inversor(es) exijan el reembolso de su participación.	importantes del fondo a lo largo de un período de tiempo determinado ¹¹ .
Ubicación de los inversores	Los inversores ubicados en regiones o países diferentes pueden plantear un riesgo de reembolso distinto debido a factores idiosincrásicos asociados a las circunstancias políticas, económicas o de otro tipo relacionadas con su ubicación. Por ejemplo, los inversores ubicados en una región sujeta a una política monetaria diferente pueden plantear riesgos de reembolso diferentes durante los períodos de fluctuación de los tipos de cambio o de interés. Los riesgos políticos o económicos también pueden llevar a los inversores ubicados en otras regiones o países a reclamar el reembolso de sus participaciones.	El gestor puede simular en primer lugar el reembolso a una proporción significativa de inversores ubicados en un país específico a lo largo de un período determinado.
Estrategia de los inversores	Pese a que muchas de las estrategias de los inversores son a largo plazo y, en cualquier caso, resultan complicadas de desentrañar, algunos inversores siguen estrategias predefinidas o formulistas que pueden plantear un riesgo de reembolso específico cuando las condiciones del mercado son cambiantes. Por ejemplo, algunos fondos buscan explícitamente alcanzar un determinado nivel de riesgo, medido a través de la volatilidad; tales fondos se pueden identificar por su denominación y por los objetivos de inversión fijados. A menudo tratan de reducir su nivel de riesgo durante los períodos de volatilidad, en los que pueden presentar un riesgo de reembolso mayor en determinadas clases de activos. Cuando los fondos basados en estrategias formulistas o predefinidas son	El gestor puede simular el reembolso de las participaciones de los inversores que siguen estrategias similares en condiciones de mercado normales y de estrés.

¹¹ Este ejercicio puede tener una utilidad limitada cuando el fondo solamente tenga un único inversor institucional, que coopere con el gestor en lo que respecta a sus intenciones de suscribir participaciones o reclamar su reembolso.

	inversores, puede que sea necesario que el gestor preste la debida atención al riesgo de liquidez que presentan dichos fondos en condiciones de mercado normales y de estrés.	
--	---	--

V.1.13 Pruebas de resistencia de liquidez sobre otros tipos de pasivos

57. Cuando proceda, un gestor deberá incluir otros tipos de pasivos en sus pruebas de resistencia de liquidez en condiciones normales y de estrés. Todas las partidas pertinentes del pasivo del balance de situación del fondo, incluidas las que no correspondan a reembolsos, deben someterse a pruebas de resistencia de liquidez.

58. Los reembolsos netos pueden no ser el único riesgo importante para la liquidez procedente del pasivo del balance de situación de un fondo y que, por tanto, deba someterse a las pruebas de resistencia de liquidez. En algunos casos, estas pruebas deberán determinar las circunstancias en las que no es posible mitigar el riesgo de liquidez, por ejemplo un nivel de demandas de reposición del margen que el fondo no sería capaz de financiar. Los planes de contingencia deberán reflejar adecuadamente este hecho y ayudar a mitigar el riesgo de liquidez en tales circunstancias.

59. El cuadro siguiente muestra ejemplos de factores que pueden afectar al riesgo de liquidez:

Tipo de pasivo	Ejemplos de factores que pueden afectar al riesgo de liquidez	Posibles sucesos que se pueden simular
Derivados	Los cambios en el valor de los activos subyacentes pueden dar lugar a demandas de reposición del margen que afecten a la liquidez disponible del fondo	Simulación de un cambio en el valor del activo subyacente del derivado que dé lugar a un volumen de demandas de reposición del margen mayor del previsto
Capital comprometido	A menudo se exige a los fondos que invierten en bienes inmuebles o en inmovilizado comprometan capital para sufragar los gastos de servicio que conlleve la inversión, por ejemplo para cubrir los costes de mantenimiento o reforma	Simulación de un suceso inesperado que provoque un desembolso de capital nuevo o superior para una inversión en bienes inmuebles

Operaciones de financiación de valores/gestión eficiente de carteras	Los fondos que realizan préstamos de activos están expuestos al riesgo de contraparte del prestatario y al riesgo de liquidez asociado a un posible impago. Si bien este riesgo se puede mitigar a través de las garantías reales aportadas, el riesgo de liquidez no desaparece (teniendo presente la liquidez de la garantía real).	Simulación de un impago de la contraparte en una operación de préstamo de valores. Simulación del riesgo de reinversión de las garantías reales en efectivo
Pagos de intereses/créditos	Los fondos que incorporan el apalancamiento en su estrategia de inversión están sujetos al riesgo de liquidez asociado a factores como la sensibilidad a los tipos de interés	Simulación de un aumento de los tipos de interés aplicados a las obligaciones de pago del fondo

V.1.14 Fondos que invierten en activos con menor liquidez

60. Los riesgos asociados a los activos menos líquidos y los riesgos de los instrumentos de pasivo deben reflejarse en las pruebas de resistencia de liquidez.

61. Muchos de los fondos que invierten en activos con menor liquidez presentan riesgos específicos que emanan tanto de sus activos como de sus pasivos, en comparación con los fondos que invierten en activos que ofrecen una mayor liquidez. Por ejemplo, muchos FIA que invierten en bienes inmuebles tienen períodos de negociación y de notificación menos frecuentes que reducen el riesgo de los pasivos asociado a los reembolsos. Sin embargo, dichos fondos también están expuestos a un riesgo de los pasivos específico, que emana del mantenimiento y reparación de los bienes inmuebles (y que incluye riesgos difíciles de simular, como los legales).

62. Además, los fondos que invierten en activos con menor liquidez presentan por naturaleza un nivel de flexibilidad más bajo para mejorar su liquidez global mediante la venta de activos con un descuento limitado en períodos de estrés de mercado. En consecuencia, los resultados de las pruebas de resistencia de liquidez efectuadas por los gestores de activos menos líquidos pueden presentar algunas características distintivas.

63. Los escenarios de baja probabilidad y elevado impacto, incluida la posible dificultad de establecer precios fiables para los activos con menor liquidez durante un período de estrés de mercado, serán importantes para este tipo de activos. Estos activos pueden ser particularmente vulnerables a la ausencia de liquidez en épocas de estrés de

mercado, lo que puede afectar al plazo para alcanzar la liquidez, al coste de liquidación y a la posibilidad misma de liquidar los activos teniendo en cuenta el interés superior de los inversores. La prueba de resistencia de liquidez puede ser una herramienta particularmente valiosa en este contexto, pues ayuda a identificar escenarios que podrían entrañar un riesgo significativo para la liquidez del fondo (por ejemplo, escenarios que den lugar a la imposición de regímenes particulares o suspensiones).

64. La naturaleza de una base de activos menos líquida puede aumentar aún más la importancia de que los gestores garanticen un trato imparcial para los inversores en condiciones de estrés de mercado. Por lo tanto, las pruebas de resistencia de liquidez pueden ayudar a un gestor a establecer un marco de gestión que propicie el logro de unos resultados justos para todos los inversores, al contribuir a diseñar un método justo de liquidación de los activos.
65. Una de las formas en que un gestor puede considerar la liquidez del fondo consiste en priorizar la realización de pruebas de resistencia de liquidez ad hoc sobre los fondos que invierten en activos con menor liquidez cuando se haya identificado un suceso inminente que pueda afectar negativamente a la liquidez del fondo. En consecuencia, los gestores deben prestar una atención especial a la idoneidad de la frecuencia de las pruebas de resistencia de liquidez en el caso de los fondos que inviertan en activos menos líquidos.
66. Los fondos de fondos, que obtienen una exposición indirecta a activos con menor liquidez a través de los fondos en los que deciden invertir, deben prestar la debida atención a las consideraciones relativas a los activos con menor liquidez. Esto se debe a que la exposición a los activos subyacentes de los fondos en los que invierten puede conducir a la suspensión del vehículo de inversión objetivo o a la adopción de otras medidas. Esto puede tener repercusiones para el fondo de fondos; por lo tanto, su modelo de pruebas de resistencia de liquidez debe tener en cuenta este riesgo.

V.1.15 Pruebas de resistencia de liquidez combinadas sobre activos y pasivos

67. **Después de someter los activos y pasivos del balance de situación del fondo a pruebas de resistencia de liquidez por separado, el gestor deberá combinar adecuadamente los resultados de dichas pruebas para determinar el efecto global sobre la liquidez del fondo.**
68. Las pruebas de resistencia de liquidez combinadas sobre activos y pasivos pueden ayudar a evaluar qué fondos presentan el mayor riesgo de liquidez en un momento determinado, teniendo en consideración el riesgo de liquidez de ambos lados (activo y pasivo). Este análisis puede revestir una gran importancia en la planificación de contingencia de un gestor para una crisis, por ejemplo en la planificación de los efectos que tendría en el conjunto de la empresa la materialización de un riesgo de liquidez en uno o más fondos¹².

¹² ESRB/2017/6, p. 31.

69. Los gestores deben incorporar las puntuaciones de riesgo en las pruebas de resistencia de liquidez cuando ello les permita obtener una visión más certera de la liquidez de todos los fondos que gestionan, incluso en la planificación de contingencias y la preparación operativa para una crisis de liquidez.
70. El resultado de las pruebas de resistencia de liquidez combinadas sobre activos y pasivos puede ser un parámetro o puntuación comparable, por ejemplo, basado en el coeficiente de cobertura de liquidez. El método elegido por el gestor debe explicarse y documentarse en la política de pruebas de resistencia de liquidez, sobre todo si no requiere la evaluación del plazo o del coste de liquidación de los activos incluidos en una cartera, como se describe en el apartado 42. Cuando un fondo operado por el gestor se pueda comparar con otro utilizando un parámetro de este tipo, puede ofrecer un indicador del riesgo muy útil para la alta dirección de la empresa¹³.
71. En los casos en que las puntuaciones o parámetros del fondo experimenten una variación significativa en un período dado, las pruebas de resistencia de liquidez combinadas sobre activos y pasivos pueden ayudar a diseñar un sistema de alertas para evaluar la necesidad de adoptar medidas en relación con la liquidez del fondo.

V.1.16 Agregación de pruebas de resistencia de liquidez en varios fondos

- 72. Un gestor deberá agregar las pruebas de resistencia de liquidez en los diversos fondos que administre cuando considere que esta actividad es adecuada para los fondos en cuestión.**
73. La agregación de pruebas de resistencia de liquidez en varios fondos implica utilizar la misma prueba de resistencia de liquidez en diversos fondos con estrategias o exposiciones similares. Dicha agregación puede resultar útil cuando se esté estudiando la capacidad de un mercado menos líquido para absorber ventas de activos en el caso de que estas se produzcan simultáneamente en fondos operados por el gestor. Puede ser particularmente pertinente cuando los fondos administrados por el gestor posean un nivel de activos significativo en un determinado mercado. La agregación de pruebas de resistencia de liquidez puede permitir al gestor establecer con mayor precisión el coste o plazo de liquidación de cada valor, teniendo en cuenta el volumen de negociación, las condiciones de estrés del mercado y el riesgo de la contraparte.

V.2 Directrices aplicables a los depositarios

- 74. Un depositario deberá establecer procedimientos de verificación adecuados para comprobar si el gestor de un fondo cuenta con procedimientos documentados para su programa de pruebas de resistencia de liquidez.**

¹³ Para obtener más información, véase [Guide to the use of stress tests as part of risk management within asset management companies](#), AMF, p. 18, y [Liquidity stress testing in German asset management companies](#), BaFin, pp. 29-31.

75. La verificación no exige que el depositario evalúe la idoneidad de las pruebas de resistencia de liquidez. Por ejemplo, una forma de verificar que existen y se realizan pruebas de resistencia de liquidez consiste en confirmar que la PGR del OICVM o el FIA establecen que el gestor debe llevar a cabo pruebas de resistencia de liquidez sobre el fondo.
76. En virtud de la Directiva OICVM y de la DGfIA, los depositarios deben aplicar procedimientos para verificar que el fondo actúa en cumplimiento de las obligaciones previstas en ambas Directivas¹⁴.
77. Cuando el depositario no quede convencido de que se estén llevando a cabo pruebas de resistencia de liquidez, deberá adoptar medidas basándose en cualquier otro indicio de un posible incumplimiento de las normas por parte del gestor. Dependiendo del régimen nacional, puede ser necesario que el depositario informe (o que exija al gestor que informe) a la autoridad nacional competente de la vulneración de las normas aplicables por parte del gestor.
78. No es necesario que el depositario cuestione ni impugne las pruebas de resistencia de liquidez efectuadas por el gestor.

V.3 Interacción con las autoridades nacionales competentes

79. Si lo consideran oportuno, las autoridades nacionales competentes podrán solicitar a un gestor que presente las pruebas de resistencia de liquidez que haya efectuado, con el fin de demostrar que es probable que un fondo cumpla las normas aplicables, incluso en lo referente a su capacidad para satisfacer las solicitudes de reembolso en condiciones normales y de estrés.
80. Además, los gestores deberán notificar a las autoridades nacionales competentes los riesgos significativos que existan y las medidas adoptadas para abordarlos.
81. Si lo estiman oportuno, las autoridades nacionales competentes podrán pedir a los gestores que les notifiquen cualquier otra información relacionada con las pruebas de resistencia de liquidez, incluidos los modelos utilizados y sus resultados. Esto puede ocurrir, en particular, durante un período en el que se produzca un elevado volumen de reembolsos en el conjunto del mercado.

¹⁴ En el caso de los OICVM, en virtud del artículo 3, apartado 2, del Reglamento Delegado (UE) 2016/438 de la Comisión. En el caso de la DGfIA, con arreglo al artículo 95 del Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión.