



**GUÍA TÉCNICA XX/2021, DE XX DE XX DE XX, DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES SOBRE LA GESTIÓN Y CONTROL DE LA LIQUIDEZ DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA**

xx de xx de 2021

# ÍNDICE

<b>Primero. Ámbito de aplicación .....</b>	<b>6</b>
<b>Segundo. Procedimientos de gestión de la liquidez.....</b>	<b>6</b>
<b>Tercero. Fase de diseño de la IIC y análisis previos a las inversiones .....</b>	<b>6</b>
<b>Cuarto. Análisis y controles recurrentes sobre la liquidez.....</b>	<b>8</b>
<b>Quinto. Herramientas para la gestión de la liquidez.....</b>	<b>10</b>
<b>Sexto: Otras consideraciones de especial relevancia .....</b>	<b>12</b>

## Introducción

El artículo 23 de la [Ley 35/2003](#) (en adelante LIIC) establece que la liquidez es uno de los principios que deben regir el funcionamiento de la IIC, atendiendo a su naturaleza, el tipo de inversor y activos en los que inviertan.

Para dar cumplimiento a dicho principio, el artículo 53.1 del [Reglamento 1082/2012 que desarrolla la LIIC](#) (en adelante RIIC), requiere que las sociedades gestoras (en adelante SGIIC) se aseguren que las IIC dispongan de un nivel suficiente de activos que: puedan venderse con rapidez y a un precio próximo a aquel por el que se hayan valorado antes de la venta; que permita, tanto en condiciones de liquidez normales como excepcionales, atender los reembolsos y garantizar la liquidación de las operaciones comprometidas; que sea congruente con la política de gestión de la liquidez global de la IIC, la cual deberá evaluarse utilizando pruebas de resistencia o tensión.

Adicionalmente, el artículo 53.4 del RIIC y las normas 3<sup>a</sup> y 4<sup>a</sup> de la [Circular 6/2009 de la CNMV](#) establecen que la SGIIC deberá contar con sistemas internos de control de la profundidad del mercado de los valores en que invierte (considerando la negociación habitual y el volumen invertido), para procurar una liquidación ordenada de las posiciones de las IIC gestionadas a través de los mecanismos normales de contratación, en aras a garantizar que su capacidad de atender solicitudes de reembolso de participaciones o venta de acciones no se vea disminuida, y respete, en todo momento, la equidad entre los inversores.

Por tanto, las gestoras deben minimizar el riesgo de generación de perjuicios a los inversores por ventas de activos a precios penalizados (o *fire sales*), y sobre todo, evitar la generación de conflictos de interés<sup>2</sup> respetando la equidad entre inversores, debiendo para ello cumplir, con un margen razonable, el principio de venta proporcional de activos líquidos e ilíquidos (o *slicing approach*).

La norma 4<sup>a</sup> de la Circular 6/2009 de la CNMV encomienda a la unidad de gestión de riesgos identificar, evaluar y cuantificar los riesgos que afecten a la IIC, entre otros, el de liquidez, debiendo realizar para ello los análisis y comprobaciones oportunas. A este respecto el artículo 148.4 del RIIC señala que teniendo en cuenta la naturaleza de la inversión, la SGIIC efectuará con carácter previo a su realización, las previsiones y análisis necesarios sobre la contribución de esta a la composición, liquidez y perfil de rentabilidad riesgo. Dichos análisis

---

<sup>1</sup> Guion (iii) de la letra d) del apartado 4<sup>o</sup> de la norma 3<sup>o</sup> y Guion (vii) de la letra b) del apartado 1<sup>o</sup> de la norma 4<sup>a</sup> de la Circular 6/2009 de la CNMV.

<sup>2</sup> La obligación de la SGIIC de evitar cualquier conflicto de interés viene plasmada en varios artículos de la LIIC y del RIIC, entre otros: Letra j) del artículo 43.1 y letra b) del artículo 46.2 de la LIIC; Artículo 144 y letra d) del artículo 106.1 del RIIC

<sup>3</sup> Guiones (i) y (ii) de la letra b) del apartado 1<sup>o</sup> de la norma 4<sup>a</sup> de la Circular 6/2009 de la CNMV

se realizarán basándose únicamente en información fiable y actualizada, y considerando tanto aspectos cuantitativos como cualitativos.

También la norma 4ª de la Circular 6/2009 establece determinados criterios y pautas para la evaluación y análisis del riesgo de liquidez, tanto a nivel de las IIC gestionadas como a nivel de cada instrumento financiero, entre otros: factores cuantitativos y cualitativos por el lado del activo (volúmenes y frecuencia de negociación, evolución de precios de compraventa, estimación de plazos de venta de los activos...) y del pasivo de la institución (estructura de partícipes, patrones de reembolsos...); que la evaluación no sólo se realice individualmente para cada IIC sino también globalmente para todas las IIC gestionadas, incluyendo cualesquiera otras carteras gestionadas por la SGIIC; que se lleven a cabo pruebas de tolerancia a situaciones límite o simulaciones de casos extremos.

Por otra parte, hay que tener en cuenta todas las herramientas que pone a disposición la normativa para la gestión de la liquidez de las IIC, entre otras, los plazos de preaviso (artículo 78.6 del RIIC), retraso del pago de los reembolsos a tres días (artículo 78.5 de RIIC), el endeudamiento temporal (artículo 71 del RIIC) suscripciones y reembolsos parciales (artículo 78.7 del RIIC), la constitución de compartimentos de propósito especial (artículos 28bis de la LIIC y 75 del RIIC), y en último término la suspensión de la IIC (artículo 4.10 del RIIC).

Adicionalmente, no hay que olvidar la estrecha relación que existe entre la liquidez y la valoración de los activos, y por tanto, la necesidad de que las SGIIC tengan implementados modelos de fijación de precios y unos sistemas de valoración que, siendo equitativos, correctos y transparentes les permitan actuar en interés de sus partícipes o accionistas (artículo b) del artículo 147 del RIIC).

Para ello, deben tener implementados controles periódicos para garantizar que las valoraciones aplicadas a los activos sean en todo momento representativas, y que, por tanto, reflejen adecuadamente los niveles de precios a los que se podrían ejecutar las operaciones, tanto en circunstancias normales como excepcionales de mercado. Asimismo se debe tener en cuenta la posible utilización, cuando resulte necesario, de herramientas antidilutivas que tengan por objetivo repercutir a los partícipes que los originan los costes de la operativa de compra o de venta, evitando de esta manera conflictos de interés entre los partícipes que suscriben o reembolsan frente a los que se encontraban previamente (en el caso suscripciones netas) o los que permanecen (bajo situaciones de reembolsos netos).

La CNMV lleva años prestando especial interés supervisor a la gestión de la liquidez y, como resultado de ello, ha ido transmitiendo a las entidades supervisadas las mejores prácticas, y

ha emitido pautas<sup>4</sup> y recomendaciones sobre los aspectos que deben contemplar procedimientos y análisis en este ámbito.

Igualmente, la adecuada gestión de la liquidez de las IIC ha sido objeto de interés por distintos organismos europeos e internacionales que han publicado informes y guías sobre la gestión del riesgo de liquidez (entre otros: ESMA<sup>5</sup>, IOSCO<sup>6</sup>, ESRB<sup>7</sup>, FSB<sup>8</sup> y AMIC/EFAMA<sup>9</sup>), y, en este ámbito, resulta especialmente destacable la realización en 2020 de actuaciones de convergencia supervisora coordinadas por ESMA, en relación a la liquidez de los fondos con pasaporte comunitario (UCITS)<sup>10</sup>.

Por todo ello, se considera necesaria una Guía Técnica que unifique en un único documento todos los criterios supervisores relevantes relacionados con la gestión y control de la liquidez de las IIC, y para cuya elaboración se han tenido en cuenta los resultados de las recientes actuaciones llevadas a cabo a nivel nacional y europeo.

La presente Guía Técnica se dirige a las entidades supervisadas y contiene los criterios, prácticas, metodologías y procedimientos que la CNMV considera adecuados para el cumplimiento de la normativa de aplicación en el ámbito del control y gestión de la liquidez de las IIC, así como los criterios que seguirá en el ejercicio de su función supervisora. Aquellas entidades que en su caso se aparten de dichos criterios, deberán poder acreditar en todo caso que dan adecuado cumplimiento a las obligaciones legales y explicar los motivos para separarse de los criterios de la CNMV.

En virtud de lo previsto en el artículo 21.3 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado mediante el Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre, la CNMV ha aprobado con fecha XXXXX, previo informe de su Comité Consultivo, la presente Guía Técnica.

---

<sup>4</sup> Destacar las últimas pautas transmitidas en las preguntas 61bis y 75 bis del documento de *“Preguntas y respuestas sobre la normativa de IIC, ECR y otros vehículos de inversión colectiva cerrados”* publicado en la web de la CNMV en noviembre de 2018.

<sup>5</sup> *“Guidelines on Liquidity Stress Testing (LST) in UCITS and AIFs (September 2019)”*, y también *“Economic Report on Stress Simulation for Investment Funds (September 2019)”*.

<sup>6</sup> IOSCO's *Recommendations on Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* (February 2018)

<sup>7</sup> *Recommendation of the European Systemic Risk Board on liquidity risks in investment funds (ESRB/2020/4)* y *Report de ESMA 34-39-1119* publicado el 20 de noviembre de 2020

<sup>8</sup> Financial Stability Board (FSB) 's *Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*

<sup>9</sup> *Managing fund liquidity risk in Europe. Proposals for further improvements (6 January 2020)*

<sup>10</sup> Las conclusiones fueron publicadas a través de un *Public Statement de ESMA de 24 de marzo de 2021*.

## **Primero. Ámbito de aplicación**

1. La presente Guía Técnica se refiere a la operativa llevada a cabo por las SGIIC para las IIC, tanto de forma directa como por delegación de terceras entidades y a las sociedades de inversión que no tengan encomendada su gestión a una sociedad gestora, en lo relativo a la gestión y control de la liquidez.

## **Segundo. Procedimientos de gestión de la liquidez**

2. Las SGIIC deberán dotarse de procedimientos que les permitan una adecuada gestión y control del riesgo de liquidez de las IIC, con el objetivo de evitar la generación de perjuicios y conflictos de interés entre inversores.
3. El procedimiento contemplará expresamente:
  - a) Los análisis y límites establecidos en la fase de diseño de cada IIC, y las comprobaciones que deben llevarse a cabo previamente a las inversiones (ver apartado 3º de la presente Guía).
  - b) Los análisis y controles recurrentes necesarios para garantizar un adecuado alineamiento entre el perfil de liquidez del activo y del pasivo de cada IIC (detallados en el apartado 4º de la Guía).

Para ello, el procedimiento incluirá expresamente que la gestión diaria de cada IIC dará cumplimiento, con un margen razonable, del principio de venta proporcional de activos líquidos y menos líquidos (o *slicing approach*), y que se adoptarán las medidas necesarias para evitar perjuicios a los inversores, entre otras circunstancias, por ventas forzadas o aceleradas de activos.

- c) Las diferentes herramientas que podrán ser utilizadas para una adecuada gestión de la liquidez de las IIC (apartado 5º de la Guía).
- d) Las funciones asumidas por las diferentes áreas de la gestora, la involucración del Consejo de Administración y análisis adicionales relativos a la delegación de funciones (ver apartado 6ª de la Guía).

## **Tercero. Fase de diseño de la IIC y análisis previos a las inversiones**

4. En la fase de diseño de la IIC, el procedimiento establecerá los análisis a realizar en relación a la selección de la frecuencia de liquidez del valor liquidativo. Para ello, se considerará la política de inversión y de riesgos de la institución, la tipología de activos y mercados en los pudiera invertir, el tamaño patrimonial que pudiera alcanzar, y las características de los inversores a los que se dirige, entre otros.

5. Dichos análisis deberán valorar la necesidad de establecer plazos de preaviso en folleto, descuentos a favor del fondo en los reembolsos, o un límite máximo de patrimonio alcanzable, sobre todo en el caso de instituciones que pudieran invertir mayoritariamente en categorías de activos que generalmente presentan menores niveles de liquidez (entre otra, la renta variable de compañías de pequeño tamaño o *small caps*; renta fija de países emergentes, o la que presente una calificación inferior a grado de inversión también conocida como de “alto rendimiento” o *high yield*).
6. Atendiendo a las características de la IIC y a la naturaleza de los activos en los que pudieran invertir, el procedimiento establecerá límites o umbrales internos de exposición en función de los diferentes niveles de liquidez que presenten los activos, aplicando para ello criterios prudentes, sobre todo para aquellos que hayan sido calificados con los niveles de liquidez más reducidos.

También, se podrá evaluar, en cada caso, el establecimiento de otros límites, como serían, entre otros, niveles de pérdida máxima en circunstancias estresadas de mercado, así como requerimientos específicos sobre determinados emisores o emisiones, sobre todo, en aquellos de un reducido tamaño (a través por ejemplo, de volúmenes máximos de inversión sobre el total de deuda y/o capital en circulación).

7. Respecto a los análisis de liquidez que la SGIIC debe realizar previamente a las inversiones (*según lo establecido en el artículo 148.4 del RIIC y norma 4<sup>a</sup> de la Circular 6/2009 de la CNMV*):
  - a) Podrán aplicarse procedimientos simplificados de comprobación para determinadas inversiones, siempre y cuando se justifique adecuadamente.
  - b) Para los activos a los que no se aplique un procedimiento simplificado, se realizarán análisis de liquidez similares a los que recurrentemente se lleven a cabo para los activos mantenidos por la IIC, en los términos establecidos en el apartado 4<sup>o</sup> de la presente Guía.

Es de especial relevancia que dichos análisis se realicen de manera exhaustiva, entre otros casos, cuando se invierta en nuevas tipologías de inversiones con mayor potencial de riesgo de liquidez (*high yield, small caps, titulizaciones, deuda subordinada...*), o en activos que por su naturaleza presentan reducidos niveles de liquidez, principalmente los regulados bajo la letra j) del artículo 48.1 del RIIC.

8. El resultado de los análisis realizados en la fase de diseño de la IIC así como los llevados a cabo previamente a las inversiones, deberán quedar adecuadamente documentados.

---

<sup>11</sup> Guiones (ii) y (vii) de la letra b) del apartado 1º de la norma 4ª de la Circular 6/2009 de la CNMV

#### Cuarto. Análisis y controles recurrentes sobre la liquidez

9. La SGIIC definirá en sus procedimientos los análisis y controles a realizar tanto del activo como del pasivo de la institución (*norma 4ª de la Circular 6/2009 de la CNMV*), y entre otra información, incluirá la metodología para determinar los ratios o niveles de liquidez de los instrumentos financieros, la estimación de los horizontes temporales de venta (y en su caso los costes de liquidación de los activos), así como los escenarios de reembolsos y otras obligaciones de pago, y las pruebas de stress y pruebas retrospectivas (o *back-testing*). Dichas metodologías deberán ser consistentes y definidas bajo criterios prudentes.
10. Para determinar los ratios o niveles de liquidez, los horizontes temporales y, en su caso, los costes de liquidación de cada instrumento, la metodología aplicada por la SGIIG podrá tener en cuenta:
  - a) Para activos de renta fija: información de los niveles de horquillas de precios, la calidad de las cotizaciones difundidas (analizando el número de intermediarios financieros que ofrecen contrapartida y los volúmenes ofertados), tipología de activos y niveles de prelación, saldos vivos de la emisión (y lo que va a representar la inversión sobre dichos saldos), calidad crediticia del emisor/emisión, duración, vencimiento, tamaño del emisor y total de deuda emitida.
  - b) Para activos de renta variable: volumen y frecuencia de negociación, niveles de horquillas de precios y su evolución, tamaño del emisor y capitalización de mercado, capital en circulación, *free float* (y lo que va a representar la inversión sobre dichos parámetros), estructura accionarial (y posibles riesgos de concentración en un número reducido de inversores).

Respecto a las estimaciones de los volúmenes, se utilizarán datos recientes, que, salvo causas justificadas, deberán corresponder a periodos de entre tres y seis meses de antigüedad. También se considera buena práctica, fijar un porcentaje máximo de la negociación media diaria a la que podría venderse el activo sin afectar a su cotización. A tal efecto, será posible la utilización de volúmenes negociados en otros sistemas o plataformas distintos a los de los mercados secundarios regulados (incluida en su caso la operativa de bloques) siempre que se justifique adecuadamente su utilización y sea verificable.
  - c) Para derivados, entre otros, la liquidez del subyacente, los niveles de horquillas de precios, el volumen negociado y el interés abierto (*open interest*).
  - d) Para inversiones en otras IIC, además de tenerse en cuenta su frecuencia de liquidez, deberá llevarse a cabo un adecuado proceso de *due diligence* que permita identificar cualquier otra posible restricción o limitación al reembolso (entre otros, plazos de



preavisos y límites en una determinada fecha o *gates*), y las exposiciones mantenidas en activos que pudieran presentar niveles de liquidez reducidos, o que potencialmente pudieran enfrentarse a un mayor riesgo de liquidez (entre otros, la deuda *high yield, small caps*, no cotizados...). También se evaluarán los posibles impactos en la liquidez consecuencia de solicitudes de reembolso en IIC subyacentes en las que se mantenga un elevado porcentaje de su patrimonio.

e) Para todas las categorías de activos anteriormente señaladas, los análisis deberán ser realizados en términos globales, es decir, teniendo en cuenta las posiciones mantenidas por todas las IIC, incluyendo cualesquiera otras carteras gestionadas por la SGIIC.

f) La información utilizada será objeto de revisión, para verificar que sea correcta y que se encuentra actualizada en todo momento. Para ello, la entidad deberá tener establecidos controles (de variaciones atípicas, de contraste con otras fuentes, de *backtesting*...) que permitan detectar incidencias que pudieran surgir en los procesos de descarga o de captura de datos, así como de errores o inconsistencias en la propia información obtenida, sobre todo en aquellos casos en los que exista una sobredependencia en la utilización de un proveedor de información.

11. Respecto al pasivo de la IIC, la SGIIC definirá un número lo más amplio posible de escenarios de obligaciones de pago actuales y futuras, en los que se tenga en cuenta:

a) No sólo información de evolución histórica sino también supuestos teóricos, que bajo criterios conservadores, pudiera experimentar la IIC.

b) La estructura y grado de concentración de determinados inversores o de “unidades de decisión”<sup>12</sup>. A estos efectos, en el caso de utilización de cuentas globales, bajo los contratos celebrados con la entidad comercializadora (o la mediadora) según lo establecido en el artículo 40.3 de la LIIC, la SGIIC deberá asegurarse de que dispone de la suficiente información de carácter agregado (por tipología, volúmenes invertidos por inversor, etc...).

c) La posibilidad de aplicar determinadas herramientas para la gestión de la liquidez, como serían los plazos de preavisos, la posibilidad de atender los reembolsos hasta transcurridos tres días, o de acudir al endeudamiento temporal, en los términos establecidos en el apartado quinto de la presente Guía.

d) Además de los reembolsos, se deberá tener en cuenta cualquier otra operativa que pudiera dar origen a saldos acreedores u obligaciones de pago que pudieran afectar de manera relevante a la liquidez de la IIC, como podría ser, entre otra, la que afecta a

---

<sup>12</sup> Se considera “unidad de decisión” las posiciones agregadas de IIC y carteras gestionadas por la SGIIC, los clientes gestionados por terceras entidades y que invierten en las IIC de la SGIIC en virtud de un contrato de gestión discrecional de cartera, o clientes vinculados al asesor de la IIC establecido en su folleto informativo.

los niveles de garantías exigidos por el mercado en las operaciones con instrumentos derivados (conocidos como *margin calls*).

12. En relación a las pruebas de stress, deberán combinarse escenarios estresados del activo y del pasivo, en los que cabrían destacar las siguientes consideraciones:
  - a) En relación al activo de la IIC, para la estimación de los costes y/o horizontes temporales de liquidación de las posiciones se deberán establecer, entre otros, escenarios estresados de ampliaciones de horquillas de precios *bid/ask*, de reducción en los volúmenes de negociación, y de bajadas en las calificaciones crediticias, teniendo en cuenta la situación de mercado bajo eventos o acontecimientos extraordinarios así como bajo escenarios hipotéticos.
  - b) En relación al pasivo de la institución, teniendo en cuenta su estructura y la concentración de inversores, se deberán realizar simulaciones de: reembolsos por varios partícipes significativos o de “unidades de decisión”, de información histórica de las salidas más elevadas en cortos periodos de tiempo, y de escenarios hipotéticos en base a criterios conservadores. En dichos escenarios, también deberán estresarse cualquier otra obligación de pago que pudiera surgir por la operativa realizada por la IIC.
  - c) Atendiendo a las características de la IIC, se recomienda también la realización de pruebas de stress inversas (o *reverse stress testing*), en las que partiendo de una situación muy grave de liquidez (en la que incluso ha sido necesaria la activación de una herramienta excepcional, por ejemplo una suspensión temporal) se analizan las circunstancias que podrían originarlas, entre otras, por mantener determinadas ponderaciones en activos con reducidos niveles de liquidez, o por determinados movimientos de inversores o eventos de mercado excepcionales.

### **Quinto. Herramientas para la gestión de la liquidez.**

13. El procedimiento deberá contemplar con el mayor nivel de detalle posible, las circunstancias bajo las que serían de aplicación las siguientes medidas y herramientas que la normativa admite para gestionar adecuadamente la liquidez de las IIC:
  - a) Los plazos de preaviso según lo establecido en el artículo 78.6 del RIIC. A este respecto se deberán tener en cuenta las operaciones de reembolso adoptadas bajo una misma “unidad de decisión”<sup>13</sup>. También deberá contemplarse la posibilidad de que la SGIIC solicite, por motivos de estabilidad e integridad del sistema financiero, la

---

<sup>13</sup> Se considera “unidad de decisión” las posiciones agregadas de IIC y carteras gestionadas por la SGIIC, los clientes gestionados por terceras entidades y que invierten en las IIC de la SGIIC en virtud de un contrato de gestión discrecional de cartera, o clientes vinculados al asesor de la IIC establecido en su folleto informativo.

autorización para aplicar lo previsto en la letra b) del apartado 7º del artículo 71 septies de la LIIC, a efectos de exigir preavisos a los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo e importe mínimo establecidos, y sin requerir modificación previa de su folleto.

- b) Pago del reembolso en el plazo de tres y excepcionalmente en cinco días (artículo 78.5 del RIIC).
  - c) Endeudamiento temporal según lo establecido en el artículo 71 del RIIC. A este respecto, deberá acreditarse que no se generen perjuicios relevantes ni conflictos de interés derivados de los costes de financiación, que en su caso, pudieran repercutirse a la IIC.
  - d) Suscripciones y reembolsos parciales (artículo 78.7 del RIIC), la constitución de compartimentos de propósito especial (artículos 28bis de la LIIC y 75 del RIIC), y en último término, la suspensión de la IIC (artículo 4.10 del RIIC).
14. El procedimiento deberá plasmar también la utilización de herramientas antidilutivas que tengan por objetivo repercutir a los partícipes que los originan los costes de la operativa de compra o de venta, evitando de esta manera conflictos de interés entre los partícipes que suscriben o reembolsan frente a los que se encontraban previamente (en el caso suscripciones netas) o los que permanecen (bajo situaciones de reembolsos netos). Entre tales herramientas, cabe destacar las dos siguientes: Aplicación de precios de venta o de compra (o precios *bid/ask*) sobre cada uno de los activos que mantiene la IIC, y el *swing pricing*, como mecanismo que se caracteriza por la realización de un ajuste (o *swing factor*) en el valor liquidativo. Para su implementación, se deberá tener en cuenta:
- a) Que en función de las características de cada IIC, se podrán establecer determinados umbrales de impacto diario y/o de volumen de entradas o salidas netas que, en caso de ser superados, requerirían su activación. Sin embargo, es de especial relevancia que se analice y monitorice el impacto acumulado que podría ocasionarse a los partícipes que permanecen en la IIC (o estaban previamente en el caso de suscripciones) como consecuencia de no activar estos ajustes, procediendo a establecer también un umbral de impacto acumulado (al menos en términos mensuales) que sea controlado, y que en caso de ser superado, implique también la activación de estas herramientas antidilución. Dicho umbral de impacto acumulado deberá definirse de manera conservadora, y podrá variar en función de la política de inversión y de riesgos de la institución.
  - b) Que se hayan definido controles para evitar cualquier conflicto de interés que pudiera surgir en la aplicación de estas herramientas, entre otros, por disponer de información de los movimientos que se van a producir en la IIC y que, por tanto,

partes vinculadas a la SGIIC o al comercializador puedan solicitar suscripciones cuando se aplique un ajuste negativo (por reembolsos netos elevados) o reembolsos en caso contrario (si el ajuste es positivo por suscripciones netas).

- c) Que sean lo suficientemente versátiles para poder aplicar, en su caso, ajustes adicionales, para reflejar situaciones excepcionales de mercado, en las que los precios a los que podrían ejecutarse las operaciones difieren significativamente de los precios utilizados para su valoración. Para la estimación de dicho ajuste, se podrá realizar una extrapolación de los descuentos exigidos por el mercado a una muestra de activos que sea representativa, que en el caso de la renta fija se podrá realizar por tipologías de activos (deuda pública, privada, sector, rating, nivel de prelación...), y en el caso de la renta variable a partir de información de operaciones realizadas u observadas en mercado por volúmenes similares (sobre todo a través de la operativa de bloques).
  - d) Respecto al *swing pricing*, el procedimiento contemplará, entre otros: i) requisitos objetivos para su aplicación; ii) metodología y fuentes de información utilizadas; iii) controles realizados y su periodicidad; iv) áreas involucradas (gestión, riesgos, administración...) y cómo se articulará su participación; v) mantenimiento de un registro de los días en los que se realizó o en los que se debería haber realizado el ajuste en el valor liquidativo, y documentación soporte de las decisiones adoptadas (tanto si se aplicó o no finalmente el factor de ajuste ); vi) que se tengan en cuenta todos los costes implícitos (diferenciales *bid/ask*) y explícitos relevantes (liquidación, intermediación, impuestos...), debiéndose controlar que en todo momento se encuentren adecuadamente actualizados, y calibrados con respecto al mercado
15. Por último, la SGIIC deberá llevar a cabo las pruebas oportunas que le permitan asegurarse de que las herramientas anteriormente descritas puedan ser activadas en el momento en que resulte necesario de acuerdo con sus procedimientos.

### **Sexto: Otras consideraciones de especial relevancia**

16. El procedimiento deberá reflejar las diferentes áreas involucradas en la gestión del riesgo de liquidez, en concreto, las encargadas de la función de riesgos, cumplimiento normativo y auditoría interna, detallándose, en cada caso, sus responsabilidades, los análisis y controles que deben llevar a cabo. Adicionalmente, deberá definirse un sistema efectivo de comunicación entre estas áreas y los órganos de dirección (en especial con el Consejo de Administración).
17. También se establecerá la frecuencia con la que se realizarán los análisis de liquidez por parte del área de gestión de riesgos. Dicha frecuencia se determinará atendiendo a las características de la IIC y a las circunstancias de mercado existentes en cada momento.

Entre otros factores, se tendrá en cuenta, la frecuencia de liquidez del liquidativo, política y estrategias de inversión, evolución de reembolsos, tipología y concentración de inversores.

En todo caso, en aquellas instituciones que mantengan exposición relevante a activos con reducidos niveles de liquidez o que pudieran experimentar una elevada rotación de inversores, los análisis recurrentes deberán realizarse como mínimo una vez al mes y las pruebas de stress con carácter trimestral, siempre y cuando no se produzcan situaciones excepcionales de mercado que requieran de un seguimiento continuado de la situación.

Para el resto de instituciones, atendiendo a sus características, se establecerá una periodicidad que no podrá ser inferior al trimestre en el caso de los análisis recurrentes, y anualmente para las pruebas de estrés.

18. En aplicación de lo establecido en la norma 2ª de la Circular 6/2009 de la CNMV, deberá existir una involucración y participación directa del Consejo de Administración de la SGIIC en la definición y supervisión de estos procedimientos, de los controles implementados y en los límites o umbrales que deben establecerse para gestionar adecuadamente el riesgo de liquidez de las IIC.

Para ello, es de especial relevancia que la documentación que, al menos trimestralmente, debe remitir la unidad encargada de la función de riesgos al Consejo de Administración, aporte información detallada de los análisis realizados, de los resultados obtenidos y de las conclusiones alcanzadas.

Adicionalmente, se determinarán las circunstancias que, por su gravedad o relevancia, deben ser trasladadas de manera inmediata, para que sean debidamente analizadas, y se pueda adoptar, en su caso, las medidas preventivas necesarias para proteger los intereses de los inversores, entre otras: superaciones relevantes de cualquiera de los límites o umbrales señalados en el punto 6º del apartado Tercero de la presente Guía, identificación de desajustes o desfases entre la liquidación de los activos y las obligaciones de pago del pasivo (tanto en circunstancias normales como excepcionales), así como cualquier otro tipo de debilidad o problemática que pudiera afectar de manera significativa en la gestión del riesgo del liquidez de las IIC.

19. En los casos de delegación de la actividad de gestión, además de aplicar los procedimientos anteriormente descritos, se deberán establecer controles que permitan detectar decisiones de inversión que pudieran afectar de manera relevante a los niveles de liquidez establecidos para cada IIC, así como posibles situaciones de conflictos de interés (por no cumplimiento del *slicing approach*) o perjuicios a los partícipes (por realizar ventas aceleradas a precios penalizados).

Adicionalmente se deberá realizar un análisis global, en el que, con la información disponible, se detecte si otras IIC o carteras gestionadas por la entidad delegada mantienen posiciones en los activos que presentan los menores niveles de liquidez.

Finalmente, si existe delegación del cálculo del valor liquidativo se deberá verificar la adecuada utilización de las herramientas antidilutivas (precios *bid/ask* o *swing pricing*) y el establecimiento por parte de la entidad delegada de controles adecuados para analizar la representatividad de las valoraciones aplicadas a los activos.