

# COMENTARIOS DEL COMITÉ CONSULTIVO AL PROYECTO DE GUÍA TÉCNICA SOBRE LA GESTIÓN Y EL CONTROL DE LA LIQUIDEZ DE LAS IIC

## I. INTRODUCCIÓN

El Proyecto de Guía Técnica (en adelante, la “Guía”) sobre la gestión y el control de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva (en adelante, “IIC”), sometida a consulta pública el pasado 9 de septiembre de 2021, tiene por objeto dar transparencia a los criterios, metodologías y prácticas que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”) sigue en el ejercicio de su función supervisora y que considera más adecuados para dar cumplimiento a la normativa reguladora de IIC.

En su **Apartado Primero** la Guía se refiere a la operativa relativa a gestión y control de la liquidez de IIC de las sociedades Gestoras de IIC (de forma directa o por delegación de terceras entidades) y SICAV autogestionadas (en adelante, SGIIC”).

Su **Apartado Segundo** se centra en los contenidos que deberían incluir los procedimientos de las Gestoras de IIC para garantizar una adecuada gestión y control del riesgo de liquidez de sus IIC con el objetivo de evitar la generación de perjuicios y conflictos de intereses entre inversores. En particular, detalla:

- a) Los análisis y límites a realizar en la fase de diseño de cada IIC y las comprobaciones que deben llevarse a cabo también previamente a la realización de cualquier inversión (**Apartado Tercero**).
- b) Los análisis y controles recurrentes necesarios para garantizar un adecuado alineamiento entre el perfil de liquidez de los activos y del pasivo de cada IIC (**Apartado Cuarto**).
- c) Las diferentes herramientas que podrán ser utilizadas para una adecuada gestión de la liquidez de las IIC (**Apartado Quinto**).
- d) Otras consideraciones de especial relevancia (**Apartado Sexto**).

En síntesis, la Guía merece una opinión general positiva por parte de este Comité Consultivo en tanto que unifica en un único documento los criterios supervisores relevantes relacionados con la gestión y control de la liquidez, cuestión que resulta de máxima utilidad dada la dispersión que esta materia presenta en la regulación europea y local.

Asimismo, se considera adecuado que la Guía se centre en recoger los procedimientos con los que han de contar las SGIIC, ya que las medidas a adoptar en cada caso concreto han de entenderse sujetas a la discrecionalidad de las anteriores en tanto que son las entidades encargadas de la gestión de cada vehículo y de controlar sus riesgos (incluido el de liquidez). Es más, dada la diversidad de situaciones a gestionar, resulta asimismo procedente la mención a que las SGIIC pueden apartarse de lo previsto en esta Guía, en cuyo caso deberán justificar su actuación y poder acreditar que dan adecuado cumplimiento a sus obligaciones legales.

Sin perjuicio de estas reflexiones positivas, se formulan comentarios en el Apartado II siguiente sobre el contenido de la Guía.

## II. COMENTARIOS AL ARTICULADO

A continuación, se indican, en relación con cada apartado de la Guía, los comentarios que procede formular en relación a su contenido.

### **APARTADO SEGUNDO: Procedimientos de gestión de la liquidez**

Este Apartado recoge la obligación de las SGIIC de dotarse de procedimientos que les permita una adecuada gestión y control del riesgo de liquidez e indica qué han de contemplar expresamente dichos procedimientos.

#### **a) Sobre el principio de venta proporcional de activos o *slicing approach***

El párrafo 3.b) indica que *“para garantizar un adecuado alineamiento entre el perfil de liquidez del activo y del pasivo de cada IIC (...)”, “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”*

Llama la atención que la introducción, el párrafo 3b de la Guía, e incluso la nota de prensa que acompaña a la misma, hagan referencia a “dar cumplimiento” al principio de venta proporcional de activos (o slicing approach) cuando el mismo no se encuentra recogido en la normativa vigente. Es más, **las entidades encargadas de la gestión de la liquidez de IIC no deberían estar obligadas (ni incentivadas) a aplicar sistemáticamente dicha estrategia de liquidación de activos, sino que**, en todo caso, en desarrollo de su responsabilidad de gestión y con el objetivo de evitar perjuicios y conflictos de interés entre inversores, **deberían valorar la oportunidad de proceder con arreglo a la misma.**

En relación con lo anterior, es deseable que los planes de contingencia que tengan las entidades en materia de gestión de la liquidez prevean la valoración de ventajas e inconvenientes de poner en marcha en cada caso concreto una u otra estrategia de liquidación de posiciones. Y esto es porque es inherente a la tarea de gestión de IIC la discrecionalidad para decidir sobre inversiones y desinversiones, en interés de los partícipes. Al igual que no procede exigir a las SGIIC que realicen compras proporcionales de activos cada vez que entra capital en un fondo, tampoco procede exigir o dar a entender que corresponde la venta proporcional de los mismos si se producen reembolsos.

Si bien la venta proporcional de activos puede ser una respuesta conservadora desde el punto de vista de la protección de los intereses de los inversores que se quedan frente a los que salen de una IIC, no está exenta de controversia toda vez que el rendimiento del Fondo se puede ver muy afectado (con el consiguiente perjuicio para inversores) y, además, tener implicaciones desde el punto de vista de la estabilidad financiera por el impacto en precios. Por su parte, la liquidación de posiciones por orden de liquidez (*waterfall approach*), si bien plantea menos problemas desde el punto de la estabilidad de los mercados, puede llegar a plantear problemas de conflictos de intereses entre inversores. Todo lo anterior lo señala ESMA en su Informe de 5 de septiembre de 2019 sobre test de stress para Fondos de Inversión<sup>1</sup>. Por otra parte, pueden existir pautas de actuación mixtas y debería de ser la SGIIC la que, atendiendo a las circunstancias concretas, valore los riesgos o méritos de una u otra estrategia.

Además, ciertos plazos ordinarios previstos en el Reglamento 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 (en adelante, “RIIC”), como son (i) las

<sup>1</sup> Véase página 18 y 19 en ESMA Economic Report. Stress simulation for investment funds. 2019

ventanas de liquidez diarias<sup>2</sup> (artículo 78.1 del RIIC) y (ii) el pago de reembolsos en un plazo máximo de 3 días<sup>3</sup>, pueden resultar inadecuados para la venta de los activos menos líquidos.

De este modo, se propone incluir las siguientes matizaciones para no desincentivar el análisis de estrategias alternativas o mixtas cuya aplicación pudiera resultar adecuada en un caso concreto:

PROPUESTA DE REDACCIÓN:

- **Cuarto párrafo de la Introducción de la Guía**

*“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 respetando la equidad entre inversores, debiendo para ello **considerar la aplicación**, con un margen razonable, del principio de venta proporcional de activos líquidos e ilíquidos (o slicing approach)”.*

- **Párrafo 3.b) de la Guía:**

*“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 **incluirá el análisis de estrategias de liquidación adecuadas a cada circunstancia para evitar conflictos de interés entre inversores, así como** ~~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.~~*

**b) Sobre la aplicación de procedimientos para la gestión de la liquidez**

Cabe asimismo incluir una aclaración en este apartado de la Guía para indicar que, según proceda, los mencionados procedimientos pueden resultar de aplicación, o no, a más de una IIC gestionada por la SGIIC responsable de su elaboración, aprobación e implementación.

PROPUESTA DE REDACCIÓN:

- **A incluir después del párrafo 3 de la Guía:**

*“Las SGIIC no tienen por qué diseñar procedimientos para cada IIC gestionada, pero deben asegurarse de que son adecuados para la gestión de la liquidez de cada IIC a la que resulten de aplicación”.*

---

<sup>2</sup> De acuerdo con el artículo 78.3 del RIIC, cuando así esté previsto en su reglamento de gestión y así lo exijan las inversiones previstas, el valor liquidativo podrá ser calculado, al menos, quincenalmente en las fechas previstas en el folleto.

<sup>3</sup> De acuerdo con el artículo 78.5 del RIIC, excepcionalmente este plazo podrá ampliarse a cinco días hábiles cuando las especialidades de las inversiones que superen el 5% del patrimonio del fondo así lo exijan.

## **APARTADO TERCERO: Fase de diseño de la IIC y análisis previos a las inversiones**

### **a) Distinción entre frecuencia del valor liquidativo y ventanas de liquidez**

El párrafo 4 de la Guía establece que, 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*”. Esta redacción resulta en cierto modo confusa y resultaría positivo clarificar si refiere a:

- (i) La frecuencia de liquidez de la IIC; o
- (ii) la frecuencia de cálculo del valor liquidativo de sus acciones o participaciones.

Teniendo en cuenta que la regulación vigente obliga a que se publique un valor liquidativo cada vez que se posibiliten suscripciones o reembolsos de una IIC, pero que el artículo 78 del RIIC no hace una distinción expresa entre la frecuencia de liquidez de la IIC y la frecuencia de cálculo del valor liquidativo, sería positivo que esta Guía precise y aclare si la CNMV entiende que:

- (i) La frecuencia de liquidez de las IIC ha de coincidir en todo caso con la frecuencia de cálculo/publicación del valor liquidativo de sus acciones o participaciones; o
- (ii) si es posible que una IIC calcule/publique el valor liquidativo con una determinada frecuencia (por ejemplo, diaria), pero establezca ventanas de liquidez de frecuencia inferior (por ejemplo, semanal).

En relación con lo anterior, véase la propuesta de redacción del apartado 4 incluida en el apartado siguiente, sobre ventanas de liquidez de la IIC.

### **b) Ventanas de liquidez de IIC**

Es necesario aclarar el régimen de ventanas de liquidez aplicable a UCITS y cuasi-UCITS para que, en la práctica, la CNMV posibilite reembolsos quincenales como prevé la normativa europea.

En ese sentido, téngase en cuenta que el artículo 76 de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios establece que

*“El OICVM deberá hacer público, de forma apropiada, el precio de emisión, de venta, de recompra o de reembolso de sus participaciones, cada vez que emita, venda, recompre o reembolse sus participaciones, y al menos dos veces al mes.*

*Las autoridades competentes podrán, sin embargo, permitir a un OICVM reducir esta frecuencia a una vez al mes, siempre que esta excepción no perjudique los intereses de los partícipes”.*

Por su parte, el artículo 78 del RIIC establece:

- “1. El valor liquidativo de las participaciones deberá calcularse diariamente por la SGIC, con la excepción prevista en el apartado 3 (...).*
- 3. Cuando así esté previsto en su reglamento de gestión y así lo exijan las inversiones previstas, el valor liquidativo podrá ser calculado, al menos, quincenalmente en las fechas previstas en el folleto. En tales casos, el valor liquidativo que se aplique a las suscripciones y reembolsos será el primero que se calcule con posterioridad a la solicitud de la operación*

Y es que las IIC pueden tener más o menos ventanas de liquidez en función de sus inversiones y de la gestión de la liquidez que realice la entidad encargada de su gestión para asegurar la correcta atención de reembolsos y otros compromisos, en circunstancias normales y extraordinarias.

Teniendo en cuenta lo anterior y que, con los datos disponibles a la fecha de elaboración de estos comentarios, ningún Fondo de Inversión UCIT ni cuasi-UCIT registrado en España tiene una frecuencia de valor liquidativo inferior a la diaria, resulta oportuno que esta Guía aclare que las UCITS y cuasi-UCITS pueden contar con ventanas de liquidez quincenales.

#### PROPUESTA DE REDACCIÓN

##### - **Párrafo 4 de la Guía**

*“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 de **la IIC, que puede ser igual o inferior a la frecuencia de publicación del valor liquidativo, con el límite quincenal previsto en el artículo 78 del RIIC.** 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. **Así, en el caso de UCITS y cuasi-UCITS, la frecuencia de liquidez de la IIC deberá ser, al igual que la frecuencia de cálculo y publicación del valor liquidativo, al menos, quincenal, para facilitar reembolsos como mínimo con esa periodicidad.**”*

#### **c) Análisis de liquidez previo a las inversiones**

En cuanto a la exigencia de análisis de liquidez previo a las inversiones de acuerdo con lo previsto en párrafo 7 (página 7) de la Guía, se entiende adecuada la distinción entre procedimientos simplificados y el resto (aplicables a determinadas tipologías de activos).

En ese sentido, procede llamar la atención sobre el hecho de que la obligación de efectuar tales análisis no debe interpretarse en la práctica como algo adicional que exija en todo supuesto y sin tener en cuenta el perfil global de la cartera, un análisis específico de cada instrumento individualmente considerado y que suponga en la práctica una carga operativa innecesaria en detrimento de una gestión eficaz.

### **APARTADO CUARTO: Análisis y controles recurrentes sobre la liquidez**

#### **a) Sobre los procedimientos de análisis y control a nivel de activo y pasivo**

El párrafo 9 menciona, que, entre otra información, a nivel de activo y pasivo, los análisis y controles:

*(...) “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 los 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”*

Se ha de evitar, no obstante, que lo anterior se interprete de manera taxativa como elementos de análisis y control a aplicar en todo caso respecto de activo y pasivo. En ese sentido, cabe mencionar que las pruebas retrospectivas o back-testing pueden arrojar importantes conclusiones en materia de liquidez desde el punto de vista del pasivo de la IIC, donde resulta razonable realizar una estimación sobre la base de un modelo y, retrospectivamente, aplicar datos reales sobre ese mismo modelo y

contrastar los resultados. Sin embargo, la obligación de aplicar este tipo de pruebas a los instrumentos que forman parte del activo no resulta razonable, ya que no van a alterar la evolución del activo de acuerdo con los datos de mercado ni a arrojar ninguna conclusión ni dato relevante sobre su riesgo de liquidez. Por ello se propone la siguiente redacción aclaratoria:

#### PROPUESTA DE REDACCIÓN:

- **Párrafo 9 de la Guía:**

9. (...) “Incluirá, **según proceda**, 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 los 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”.

#### **b) Sobre el control de liquidez de los instrumentos financieros**

En cuanto a la metodología para determinar los ratios o niveles de liquidez de un instrumento financiero, el Apartado Cuarto de la Guía señala, según la categoría de activo de que se trate, factores que a tal efecto podrán tenerse en cuenta. No obstante, la propia Guía menciona en la página 9 activos que potencialmente pueden enfrentarse a un mayor riesgo de liquidez: “entre otros, la deuda high yield, small caps o instrumentos no cotizados...”

Puesto que cualquier activo puede experimentar una disminución de su liquidez en momentos de stress, al igual que puede no presentar problemas de liquidez en absoluto en situaciones normales, este análisis debe realizarse con el nivel de detalle que sea adecuado en cada momento. Por ello, la Guía debería orientar inequívocamente a las Gestoras a tratar de tener en cuenta cuantos parámetros adecuados sea posible para identificar un instrumento financiero como líquido o potencialmente ilíquido. A tal efecto, debe resultar claro que los factores incluidos en el párrafo 10 constituyen un listado facultativo, más aún, teniendo en cuenta lo que sigue:

- (i) La estructura accionarial y los posibles riesgos de concentración en un número reducido de emisores de los activos de renta variable, tampoco es información que resulte siempre fácil de obtener e igualmente puede no resultar relevante en el caso concreto.
- (ii) La información sobre el “total de deuda emitida” por un emisor puede resultar muy difícil de obtener y, en la práctica, puede no suponer una importante diferencia en el análisis. En cambio, resultaría de utilidad que la Guía incluyese ejemplos ilustrativos del análisis a realizar, haciendo hincapié en cuestiones como la importancia de tener en cuenta el vencimiento de cara a evaluar la liquidez de la renta fija privada. En ese sentido, correspondería señalar que la deuda a corto plazo (esto es, con vencimiento inferior a un año) no tiene por qué considerarse ilíquida<sup>4</sup>.

Asimismo, conviene que esta Guía incluya una aclaración sobre el umbral que aplica la CNMV para incluir un determinado valor dentro de la categoría de los emitidos por compañías de baja capitalización o “small caps”, teniendo en cuenta, además, el impacto que todo lo anterior pueda tener en la financiación no bancaria del tejido empresarial español.

Por otra parte, el párrafo 10 de la Guía, en lo relativo a la renta variable y las estimaciones de los volúmenes se indica:

---

<sup>4</sup> Esta misma consideración la incluye CNMV en la página 34 de su Informe de 2018 sobre la intermediación no financiera en España.

*“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.”*

En relación con lo anterior, se ha de tener en cuenta lo que sigue:

- (i) Previsión para los valores que solo coticen en sistemas multilaterales de negociación

No se menciona si el criterio de utilizar volúmenes de otros sistemas diferentes de los mercados en los que coticen se aplicará en sistemas multilaterales de negociación, como puede ser el caso de los valores de BME Growth en los que los valores negocian exclusivamente en estos sistemas.

No queda claro a qué se quiere aludir con la mención a plataformas. Debería tomarse la referencia a sistemas de negociación (que comprende mercados regulados u otros sistemas multilaterales de negociación).

- (ii) Alusión a la operativa de bloques

Dado que la operativa de bloques es fruto de un acuerdo bilateral, resultaría más prudente no incluir esa operativa en el cálculo del volumen. Siendo volumen del valor, podría distorsionar la referencia al libro central de órdenes en el que se puedan deshacer las posiciones, con independencia de que esa salida se llevara a cabo mediante operativa de bloques cuyos volúmenes mínimos vienen marcados por MiFID II.

- (iii) La fijación de un porcentaje máximo de la negociación

Dado que el ejercicio consiste en hacer un cálculo tomando datos empíricos, se sugiere reemplazar la palabra “fijar” por “hacer una estimación” o “calcular”.

#### PROPUESTA DE REDACCIÓN:

- **Párrafo 10.b) de la Guía**

*“También se considera buena práctica, ~~fijar~~ **hacer una estimación de 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 **de negociación o plataformas** distintos a los de los mercados secundarios regulados **o sistemas multilaterales de negociación en los que estén los valores originalmente admitidos** (~~incluida~~ *excluida*, en su caso la operativa de bloques) siempre que se justifique adecuadamente su utilización y sea verificable.”*

### **c) Sobre el concepto “unidades de decisión” en el análisis del pasivo**

Respecto al pasivo de la IIC, la Guía establece la obligación de tener en cuenta, entre otros factores, la estructura y grado de concentración de determinados inversores o de “unidades de decisión”, la página 9 de la Guía incluye la siguiente definición:

*“Se considera unidad de decisión las posiciones agregadas de IIC y carteras gestionadas por la SGIIIC, los clientes gestionados por terceras entidades y que invierten en las IIC de la SGIIIC en virtud de un contrato de gestión discrecional de carteras, o clientes vinculados al asesor de la IIC establecido en su folleto informativo”*

La inclusión de la anterior definición resulta confusa en el contexto en el que se utiliza (esto es, de análisis del pasivo de la IIC) ya que hace referencia a (i) la propia SGIIC; (ii) terceras entidades y (iii) el asesor de la IIC.

Se solicita aclaración y/o confirmación de que lo que se trata de establecer es que, a la hora de examinar el pasivo de una IIC, la SGIIC, no debe tener solo en cuenta el número de inversores en términos absolutos, sino la potencial existencia de terceras entidades o personas que tengan la discrecionalidad para decidir sobre las inversiones que realizan los primeros, de tal manera que estos puedan agruparse, a efectos del control de la liquidez, atendiendo a las decisiones que pueden adoptar u obedecer.

En todo caso, tales consideraciones resultan, no obstante, excesivas, toda vez que obligan a la SGIIC a incluir una serie de controles sobre las relaciones entre terceras entidades y sus clientes y las correspondientes facultades de dichas entidades que resultan muy complejos. Es más, debería tenerse en cuenta la exigencia legal del número mínimo de accionistas/participes, los controles ya vigentes en concepto de participaciones significativas y para la publicación de hechos relevantes, así como la dispersión de accionistas/participes que se da en las IIC españolas, de cara a determinar si en todos los casos son efectivamente necesarios controles adicionales.

Las medidas a adoptar deben resultar proporcionales al riesgo que pretenden mitigar y, en este caso, no parecen adecuadas (máxime cuando, ni en los peores momentos de la crisis económica ocasionada por el COVID-19 en 2020, las IIC españolas experimentaron problemas de liquidez asociados a escenarios de reembolsos masivos por “unidades de decisión”). De no apreciarse lo anterior, la redacción, al menos, debería aclararse del siguiente modo:

#### PROPUESTA DE REDACCIÓN:

- **Nota al pie en relación con la definición de “unidades de decisión”**

**“En este contexto, se considera “unidad de decisión” aquella(s) persona(s) o entidad(es) que inviertan directamente o tengan la discrecionalidad para decidir sobre las inversiones de quienes invierten directamente en una determinada IIC 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 carteras, o clientes vinculados al asesor de la IIC establecido en su folleto informativo”.**

La anterior, serviría para modificar asimismo la nota al pie sobre unidades de decisión incluida en la página 10 de la Guía.

#### **d) Sobre la información del pasivo a nivel agregado**

Es comúnmente sabido que los inversores minoristas no se comportan como los inversores institucionales y, en ese sentido, el diálogo continuado con inversores instituciones sobre su planteamiento en relación con la correspondiente inversión es de suma utilidad desde la perspectiva de la gestión de la liquidez, puesto que puede ayudar a anticipar potenciales reembolsos.

En ese sentido, el párrafo 11.b) de la Guía recoge que “*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...)*”

Dicho esto, procede llamar la atención sobre el hecho de que esta Guía abunda en la necesidad de que el comercializador facilite a la SGIIC todo tipo de información agregada relativa a participes, lo

que nos aleja una vez más del estándar global de las cuentas ómnibus mediante imposición de cargas que obstaculizan el uso de las mismas en España.

#### e) Pruebas de stress

El párrafo 12.c) de la Guía recoge la recomendación de, atendiendo a las características de la IIC, realizar pruebas de stress inversas (o *reverse stress testing*). Aunque se establece como recomendación y no como obligación, se considera conveniente apuntar la escasa utilidad de este tipo de pruebas ante la escasez de información disponible para ponerlas en práctica y la elevada exigencia que se requiere en términos de dotación de recursos.

Por ello, se sugiere que, en aplicación el principio de proporcionalidad, se module la exigencia práctica de las pruebas de stress inversas o bien incluso se considere la eliminación de este párrafo.

### **APARTADO QUINTO: Herramientas para la gestión de la liquidez**

Teniendo en cuenta lo ocurrido en los meses de marzo y abril de 2020, en los que los mercados financieros se vieron repentinamente tensionados por la crisis económica ocasionada por el COVID-19, se ha de llamar la atención sobre la importancia de las herramientas de gestión de la liquidez de IIC.

En ese sentido, la Guía ha de servir asimismo para incentivar y flexibilizar en la medida de lo posible el uso discrecional de este tipo de herramientas por parte de las SGIC, en línea con las recomendaciones de diferentes organismos internacionales, para procesar solicitudes de reembolso de forma adecuada y eficaz en todo momento y, en especial, ante:

- (i) Potenciales perturbaciones y circunstancias de stress de los mercados como la derivada de la crisis del COVID-19; o
- (ii) situaciones de reembolsos inusualmente altas.

Así pues, se llama la atención sobre lo siguiente:

#### a) Discrecionalidad de la SGIC para la aplicación de estas herramientas

El párrafo 13 prevé que el procedimiento deberá contemplar, con el mayor nivel de detalle posible, las circunstancias bajo las que serían de aplicación las distintas medidas y herramientas que la normativa admite. No obstante, es conveniente poner énfasis en la discrecionalidad de las SGIC para decidir en cada caso concreto que herramienta resulta más oportuno aplicar y, por ello, vale la pena incluir esta especificación en la Guía.

#### PROPUESTA DE REDACCIÓN:

- **Párrafo 13 de la Guía:**

*“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 **sin plantear dudas sobre la discrecionalidad de la SGIC para aplicar la(s) herramientas que resulten más convenientes en cada caso concreto**”.*

#### b) Reembolsos en especie

El párrafo 13.d) de la Guía debería mencionar los reembolsos en especie, previstos en el artículo 7.4 de la LIIC y en los artículos 78.8 y 93 del RIIC, junto con el resto de medidas excepcionales que

contempla el mismo, para que las SGIIC valoren en el caso concreto la oportunidad, ventajas e inconvenientes de su aplicación.

Y es que la omisión en el Apartado Quinto de esta Guía de herramientas previstas en la normativa puede desincentivar la consideración de las mismas por parte de las SGIIC, con la consiguiente merma potencial en la propia gestión de liquidez de IIC.

### c) Herramientas antidilutivas

El párrafo 14 de la Guía hace referencia a las herramientas antidilutivas como aquellas 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 de suscripciones netas) o los que permanecen (bajo situaciones de reembolsos netos)”*.

Al hacer referencia a este tipo de herramientas con carácter general y destacar, entre las mismas: (i) el *swing pricing* y (ii) la aplicación de precios de venta o de compra, cabe entender que la CNMV trata de facilitar directrices para la aplicación de las anteriores, sin negar la posible aplicación de otras de naturaleza similar. Este Comité Consultivo, no obstante, señala lo que sigue:

- **Ajustes en la valoración:** Se considera fundamental que la Guía haga énfasis en la flexibilidad de las SGIIC para aplicar el *swing pricing* y los precios *bid/ask*<sup>5</sup>, de tal manera que sean ellas las que puedan valorar las ventajas e inconvenientes de cada herramienta en cada caso concreto. Asimismo, en relación con la implementación de las mismas, resultaría de utilidad que la Guía recogiese orientaciones para el correcto establecimiento de los umbrales de impacto a los que hace referencia. En ese sentido, correspondería:
  - (i) Incluir elementos que pudieran tenerse en cuenta para la determinación de dichos umbrales, como pueden ser:
    - El tamaño del Fondo o del compartimento
    - Tipo y liquidez de los activos subyacente
    - Nivel óptimo de flujo de suscripciones y reembolsos
    - Los costes de los mercados de los subyacentes del Fondo/compartimento
    - La política de inversión y la gestión de la liquidez del propio Fondo/compartimento
  - (ii) En relación con el umbral de impacto acumulado a analizar, al menos, en términos mensuales (véase párrafo 14.a) de la Guía) no resulta claro:
    - Por qué ha de activarse la aplicación de medidas antidilutivas si en una fecha determinada la operativa de compra o venta no exige un mecanismo de corrección *ad hoc*.
    - Cómo pueden evitarse alteraciones artificiales (esto es, sin causa en los costes ocasionados por una operativa concreta de compra o venta) del valor liquidativo o valoración de los propios activos.
    - Cómo habrían de activarse las correspondientes herramientas antidilutivas para evitar, por ejemplo, en el caso de costes por reembolsos acumulados, el trato diferenciado entre inversores que ya han salido, respecto de los que quieren salir a partir de la fecha de superación de dicho umbral acumulado.

Se solicita a la CNMV que, o bien elimine el requisito de establecimiento del umbral acumulado, o facilite aclaraciones y directrices en relación con lo que antecede.

---

<sup>5</sup> Téngase en cuenta que el Programa de Actividades de ESMA para el año 2022 incluye la realización de una acción supervisora común en materia de valoración de activos.

- **Descuentos a favor del Fondo:** Debería preverse expresamente la posibilidad de que las SGIIC incorporen un descuento a favor del Fondo de carácter variable para paliar el impacto negativo que puedan sufrir los partícipes que permanezcan en el fondo frente a los que reembolsan (*antidilution levy*).

Este descuento se aplicaría únicamente a los reembolsos del día, no afectando a posibles suscripciones (evitando, de este modo, el arbitraje o especulación). A diferencia del *swing pricing*, esta medida no consiste en un procedimiento de ajuste del valor liquidativo de la participación (que se seguiría calculando conforme al procedimiento ordinario). Sin embargo, la aplicación de la misma tiene la capacidad de acrecentar el patrimonio del Fondo y ha de estar prevista en el folleto.

#### PROPUESTA DE REDACCIÓN:

- **Nuevo párrafo 14.e) de la Guía:**

*(...) Asimismo, podrán prever la implementación de descuentos a favor del Fondo de carácter variable para paliar el impacto negativo que puedan sufrir los partícipes que permanezcan en el fondo frente a los que reembolsan.*

#### **d) Periodos mínimos de permanencia en IICIL e IICIICIL**

Se solicita a la CNMV que incluya una mención en esta Guía para permitir que las clases de participaciones/acciones de IICIL e IICIICIL vengan determinadas por los periodos mínimos de permanencia.

En particular, se trata de que las IIC de IL y las IICIIC de IL puedan crear clases de participaciones que se diferencien por el régimen de suscripciones y reembolsos aplicable a cada una de ellas sin recurrir únicamente a las comisiones. Las comisiones (disuasorias) pueden además distorsionar la imagen sobre el nivel de comisiones que cobra este sector en España.

En relación con lo anterior, téngase en cuenta que el art. 4.1 del RIIC establece la posibilidad de crear clases de participaciones “que se podrán diferenciar, entre otros aspectos, por la divisa de denominación, por el comercializador, por la política de distribución de resultados o por las comisiones que les sean aplicables”. Es decir, la norma prevé que existan diferentes razones que justifiquen la creación de clases de participaciones en un Fondo o compartimento, refiriéndose a las mismas como un *numerus apertus*. La misma idea se recoge en el artículo 80.3 del RIIC, respecto de las series de acciones.

### **APARTADO SEXTO: Otras consideraciones de especial relevancia**

#### **a) Análisis en supuestos de delegación de la actividad de gestión**

En los casos de delegación de la actividad de gestión, la Guía recoge que “(...) 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 menores niveles de liquidez.”

En este sentido se solicita a la CNMV que incluya una aclaración sobre qué se entiende por “análisis global con la información disponible”. En concreto, procede clarificar si se refiere a un análisis a

realizar por la SGIIC sobre la información global de las IIC o carteras cuya gestión haya delegado en una misma entidad delegada.

Si estuviéramos ante el deber de la SGIIC delegante debe obtener información de fuentes públicas o tratar de obtenerla de la entidad delegataria para, posteriormente, realizar este análisis global, habrían de señalarse las dificultades para seguir esta orientación (particularmente, si la gestión se delega en entidades gestoras extranjeras) y solicitar la eliminación del párrafo por recoger una exigencia impracticable. En ese sentido, téngase en cuenta que, en el mejor de los casos, se recopilarían datos carentes de utilidad por estar desactualizados (posiblemente, al menos, un trimestre) y posiblemente incompletos (si la misma gestora estuviera cogestionando otras IIC donde la informante no fuera ella y hubiera que tenerlas en cuenta).

## b) Papel del Consejo de Administración

El párrafo 18 de la Guía Se hace referencia al papel que debe asumir el Consejo de Administración de la SGIIC en materia de gestión de la liquidez de IIC. Al respecto, recoge que:

*“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” (...).*

Cabe entender que la CNMV quiere hacer hincapié en las responsabilidades del Consejo de administración, recogidas en la norma 2ª de la Circular 6/2009 de la CNMV y que también aplican a la gestión del riesgo de liquidez de IIC. No obstante, la Guía emplea una redacción que se separa de lo previsto en dicha norma y puede resultar confusa en cuanto a su consonancia con la implicación del mismo órgano en otros ámbitos de la gestión de IIC de equivalente importancia.

En ese sentido, llama la atención que la Guía se refiera a la “participación directa” del órgano de administración en la “definición de procedimientos”, “controles” y “límites o umbrales”, puesto que plantea dudas sobre el objetivo de dicho párrafo. De un lado, sin cuestionar la implicación que ha de tener el Consejo de administración en este (y otros) ámbitos de actuación de la SGIIC, no tiene sentido que el Consejo de Administración asuma un papel en los pormenores de la gestión de la liquidez diferente al que recoge la normativa antes citada; esto es, (i) aprobar procedimientos; (ii) supervisar su aplicación; y (iii) asegurar la dotación de recursos en relación con los mismos. Por otra parte, la redacción del párrafo 18, plantea dudas sobre si la CNMV quiere ir más allá. Por ese motivo se propone la siguiente modificación:

### PROPUESTA DE REDACCIÓN:

#### - **Párrafo 18 de la Guía:**

*~~En aplicación de lo establecido en la norma 2ª de la Circular 6/2009 de la CNMV deberá existir un~~La involucración y participación ~~directa~~ del Consejo de administración de la SGIIC en la definición y supervisión de estos procedimientos ~~y de los controles implementados y en los límites o umbrales que deben establecerse para gestionar adecuadamente el riesgo de liquidez de las IIC~~ **ha de cumplir con lo previsto en la norma 2ª de la Circular 6/2009 de la CNMV** (...)*