



GUÍA TÉCNICA SOBRE LA GESTIÓN Y CONTROL DE LA LIQUIDEZ DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (IIC)

VALORACIÓN DE LAS OBSERVACIONES RECIBIDAS EN EL TRÁMITE DE AUDIENCIA PÚBLICA

27 de enero de 2022

## Índice

1.	Introducción.....	3
2.	Análisis de las observaciones recibidas.....	4
2.1.	Requisito de venta proporción al de activos.....	4
2.2.	Procedimientos para el análisis y control del activo y pasivo de la IIC .....	4
2.3.	Determinación del nivel de liquidez de los activos .....	5
2.4.	Sobre “unidades de decisión” y “cuentas globales” .....	6
2.5.	Reembolsos en especie.....	6
2.6.	Herramientas antidilutivas .....	7
2.7.	Otros comentarios .....	7

## 1. Introducción

El 9 de septiembre de 2021, la Comisión Nacional del Mercado de Valores puso a consulta pública una propuesta de Guía Técnica en relación a la gestión y el control de la liquidez de las Instituciones de Inversión Colectiva prevista en los artículos 214, 215 y 216 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores y la normativa que la desarrolla. El plazo para enviar comentarios finalizó el 15 de octubre de 2021.

Se trata de una iniciativa incluida en su plan de actuación de 2021 que tiene como objeto unificar todos los criterios supervisores relevantes aplicables en este ámbito que la CNMV ha ido transmitiendo a las entidades en los últimos años y teniendo en cuenta también los resultados de las recientes actuaciones llevadas a cabo a nivel nacional y europeo (destacando la Actuación de Convergencia Supervisora, o “Common Supervisory Action”, realizada por ESMA durante 2020).

Durante el periodo de audiencia pública se han recibido observaciones por parte de INVERCO (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones), CECA (Confederación Española de Cajas de Ahorros) y el Comité Consultivo de CNMV.

La CNMV agradece las observaciones realizadas a este proyecto de Guía Técnica, que ha sido finalmente aprobada por su Consejo con fecha 27 de enero de 2022.

## 2. Análisis de las observaciones recibidas

En primer lugar cabría destacar la valoración positiva de este proyecto de Guía Técnica, en tanto que unifica en un documento los criterios supervisores relevantes relacionados con la gestión y control de la liquidez, y contempla los contenidos que deberían incluir los procedimientos de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) para garantizar una adecuada gestión y control del riesgo de liquidez de sus IIC.

A continuación se recogen y valoran las principales observaciones recibidas durante el periodo de audiencia pública del proyecto de Guía Técnica.

### 2.1. Requisito de venta proporción al de activos.

Se cuestiona la aplicación del requisito de venta proporcional de activos (o slicing approach) al considerar que las gestoras no deberían estar obligadas a aplicarlo sistemáticamente.

#### Valoración CNMV

La norma 4ª de la Circular 6/2009 establece que la gestora deberá contar con sistemas internos de control que permitan respetar en todo momento la equidad entre los inversores.

Para dar cumplimiento a dicho requisito (y evitar la generación de conflictos de interés) según la experiencia supervisora es de especial relevancia que se lleve a cabo una gestión en la que prime el principio de venta proporcional de activos líquidos/ilíquidos (o slicing approach) frente al de liquidación de las posiciones más líquidas (o waterfall approach).

Sin embargo, se considera que en determinadas circunstancias de mercado, un cumplimiento estricto de este principio podría generar perjuicios a los inversores (por ejemplo, por ventas aceleradas de activos). Por este motivo, en la propuesta de redacción se establece que se debe dar cumplimiento con un margen razonable.

En todo caso, ante los comentarios recibidos, se ha modificado la redacción incluyendo que sea la gestora la que defina en su procedimiento cómo se mantendrá, con un margen razonable, la proporción de activos líquidos y menos líquidos ante situaciones de reembolso en la IIC.

### 2.2. Procedimientos para el análisis y control del activo y pasivo de la IIC

El párrafo 9 de la Guía Técnica establece que el procedimiento incluirá la metodología para determinar los niveles de liquidez de los instrumentos financieros, la estimación de los horizontes temporales de venta, así como los escenarios de los reembolsos y otras obligaciones de pago, y las pruebas de stress y pruebas retrospectivas (o back-testing).

Se solicita que este párrafo no se considere de manera taxativa como elementos de análisis y control a aplicar en todo caso, y que, por tanto, no sea necesario aplicar pruebas retrospectivas o back-testing sobre el activo, al entender que no va a arrojar ninguna conclusión ni dato relevante sobre su riesgo de liquidez.

## Valoración CNMV

La realización de estos análisis y controles vienen establecidos en la Circular 6/2009 de la CNMV, así como en las conclusiones alcanzadas bajo el Common Supervisory Action de ESMA.

Para el caso concreto de pruebas retrospectivas sobre el activo, su realización es relevante para poder verificar que los niveles de liquidez inicialmente asignados a las inversiones son coherentes con la operativa real llevada a cabo. Así, por ejemplo, a través del backtesting se puede verificar si un activo, que hubiese sido calificado con elevada liquidez, lo era en realidad, o si por el contrario en la práctica tuvo que ser vendido en varias sesiones para evitar penalizaciones en precio, y por tanto resulta necesario ajustar el modelo.

Por tanto, no se realizan modificaciones al texto de la Guía Técnica.

### 2.3. Determinación del nivel de liquidez de los activos

Respecto a los parámetros o factores utilizados para la determinación del nivel de liquidez de los activos (y que figuran en el párrafo 10 de la Guía), se considera necesario aclarar que constituyen un listado facultativo, teniendo en cuenta que determinados factores como serían por ejemplo la estructura accionarial y el total de deuda emitida, es información que no resulta siempre fácil de obtener e igualmente puede no resultar relevante.

Adicionalmente, en cuanto a la información que se puede utilizar de volúmenes negociados, se considera que la redacción actual no dejaría claro si debe incluirse la obtenida de sistemas multilaterales de negociación. En cuanto a la alusión a la operativa de bloques, se considera más prudente no incluir esa operativa en el cálculo del volumen.

## Valoración CNMV

La redacción de Guía Técnica no obliga a la utilización de todos estos factores, al establecer expresamente que la metodología aplicada por la gestora “*podrá tener en cuenta*”.

En todo caso, aunque sean factores potestativos, se considera relevante aportar un listado lo más completo posible de factores para que, atendiendo a las características del activo, la gestora realice los mejores esfuerzos para integrarlos en sus análisis. Por tanto, frente a las dificultades que podría existir para recabar la información de la estructura accionarial y del total de deuda emitida, la gestora debe evaluar si, atendiendo a las características de la compañía, son factores lo suficientemente relevantes como para ser incorporados en las estimaciones realizadas. Así, por ejemplo, en el caso de compañías de reducido tamaño estos factores podrían tener un mayor impacto en la liquidez del activo, bien porque existan elevados porcentajes del capital en circulación entre accionistas con una posición de permanencia, o porque apenas hayan emitido deuda en mercado (siendo por tanto una compañía que no es objetivo de seguimiento por la mayoría de intermediarios y contrapartidas).

Por otra parte se han atendido las observaciones realizadas sobre los volúmenes en sistemas multilaterales de negociación y en la operativa de bloques. Sin embargo, se continúa trasladando que la existencia de un mercado activo de bloques (sobre todo en acciones de baja capitalización) podría ser un factor a tener en cuenta a la hora de determinar el nivel de liquidez del activo.

## 2.4. Sobre “unidades de decisión” y “cuentas globales”

Se solicita aclaración de si con el requisito de identificar “unidades de decisión” se pretende que la gestora, a la hora de examinar el pasivo de una IIC, no sólo tenga 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 y desinversiones que realizan los primeros. Consideran que por su complejidad no debería obligarse a incluir una serie de controles sobre las relaciones entre terceras entidades y sus clientes.

También se considera excesivo el requisito de que en el caso de utilización de cuentas globales, la gestora deba asegurarse de que dispone de la suficiente información de carácter agregado (por tipología, volúmenes invertidos por inversor, etc...).

### Valoración CNMV

En las actuaciones de supervisión se ha podido verificar que los movimientos más relevantes de partícipes se producen en la mayoría de los casos por inversores con contratos de gestión discrecional de carteras con una tercera entidad (que por lo general es el banco del grupo de la gestora). Por tanto, es de especial relevancia, que a la hora de analizar la estructura del pasivo, las gestoras realicen los mejores esfuerzos para identificar la existencia de estas “unidades de decisión” que pudieran provocar movimientos muy relevantes de partícipes.

Adicionalmente, no se está exigiendo que la entidad conozca en cada momento cómo se originó la inversión de cada cliente, sino que sea un análisis en términos globales que permita establecer adecuados escenarios de suscripciones y reembolsos. Bajo dicho análisis global se podría tener en cuenta la información de movimientos históricos relevantes que vengan originados por decisiones de terceras entidades (bajo un contrato discrecional de carteras).

Por otra parte, la obtención de información sobre cuentas globales, es un aspecto plasmado expresamente en las Recomendaciones de IOSCO.

En todo caso, teniendo en cuenta las dificultades que podría suponer para las entidades la obtención de información sobre unidades de decisión y cuentas globales, se han atendido las observaciones realizadas, relajándose la exigencia, y estableciendo que la entidad realizará los mejores esfuerzos.

## 2.5. Reembolsos en especie

Se indica que no se hace mención de los reembolsos en especie previstos en la legislación, y que su omisión puede desincentivar la consideración de las mismas por parte de las gestoras.

### Valoración CNMV

No se ha atendido esta observación ya que, aunque se trata de una herramienta expresamente establecida en la normativa, en actuaciones de supervisión pasadas se ha puesto de manifiesto que, en la práctica, resulta de muy difícil (casi imposible) implementación, ya que para evitar conflictos de interés, implicaría un reparto

proporcional de cada activo entre los inversores ( reparto que en general no sería factible ).

## 2.6. Herramientas antidilutivas

Se considera que la Guía Técnica debería hacer énfasis en la flexibilidad de las gestoras para aplicar el swing pricing o los precios bid/ask, y que se incluyan los elementos que pudieran tenerse en cuenta para la determinación de los umbrales para su activación.

En relación con el umbral de impacto acumulado, señalan que no resulta claro, solicitándose su eliminación.

Por último, se solicita la posibilidad de que las gestoras incorporen un descuento a favor del fondo de carácter variable (lo que se conoce como un “variable antidilution levy”).

### Valoración CNMV

Se han realizado modificaciones en la redacción para atender las observaciones que hacen referencia a la flexibilidad en la aplicación de estas herramientas y en los elementos a tener en cuenta para la determinación de los umbrales de activación.

Respecto al establecimiento de un control de impacto acumulado, su objetivo no es otro que complementar los umbrales de activación establecidos, y así poder garantizar que no se pueda generar un perjuicio relevante a partícipes que permanecen frente a los que han ido saliendo diariamente hasta ese momento (y que no se vieron afectados por el mecanismo antidilutivo correspondiente). Para ello, la gestora deberá definir de manera conservadora este impacto acumulado, para garantizar que cuanto antes se active la herramienta correspondiente y que de esta manera no perduren en el tiempo inequidades que se podrían estar produciendo. Por todo ello, se considera de especial relevancia que se mantenga la exigencia de un cálculo de impacto acumulado.

Por último, respecto al “variable antidilution levy” se considera que la aplicación de esta herramienta podría generar problemas operativos y sobre todo de transparencia a los inversores. De hecho se trata de un mecanismo poco utilizado en la práctica a nivel europeo. Por ello, se considera más razonable mantener la Guía Técnica en los términos actuales, y en el caso que se observe un mayor uso de la industria, se volvería a evaluar junto con las medidas que deberían implementarse para evitar los problemas operativos y de transparencia anteriormente señalados.

## 2.7. Otros comentarios

Se recogen a continuación otras observaciones recibidas:

- Aclaración de si el ámbito de aplicación de la Guía Técnica se limita a la operativa de las IIC, o si se hace extensible también al de prestación del servicio de gestión discrecional de carteras.
- Aclaración de la necesidad de elaborar un procedimiento específico para cada una de las IIC, o de uno único general aplicable a todas las IIC.

- Dudas entre frecuencia de cálculo y frecuencia de liquidez del valor liquidativo.
- Exigencia de realización de análisis previos sin tener en cuenta las características y perfil de riesgo de la IIC.
- Tener en cuenta los plazos de liquidación de los activos en las estimaciones de horizontes temporales de venta de cada una de las posiciones.
- Modular la exigencia de realizar pruebas de stress inversas.
- Confusión en la redacción sobre el papel que debe asumir el Consejo de Administración en materia de gestión de la liquidez de IIC.
- Aclaración de qué se entiende por análisis global en los casos de control de la liquidez cuando se ha delegado la gestión de carteras.

#### Valoración CNMV

Se han atendido la práctica totalidad de estas observaciones, con las consiguientes aclaraciones y mejoras en la redacción de la Guía Técnica.