Recomendaciones revisadas de IOSCO sobre la gestión del riesgo de liquidez de instituciones de inversión colectiva

Noviembre 2025

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) ha revisado sus recomendaciones de 2018 sobre gestión del riesgo de liquidez (LRM, por sus siglas en inglés) de las instituciones de inversión colectiva (IIC). Estas recomendaciones revisadas se complementan con una guía para su implementación[1], con ejemplos concretos de buenas prácticas seguidas en diferentes jurisdicciones, que pueden servir de modelo en la adopción de las recomendaciones. Esta revisión incorpora los cambios de la actualización de las recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) de diciembre de 2023 sobre el riesgo de desajuste de liquidez en los fondos de inversión abiertos[2].

El informe respalda la convergencia normativa y las prácticas de mercado sólidas de LRM de las IIC, abordando la protección de los inversores y mitigando los riesgos sistémicos derivados de desajustes de liquidez mediante mejores procesos de diseño, herramientas de gestión de liquidez (LMT, por sus siglas en inglés), prácticas operativas, gobernanza y transparencia. Disponer de marcos de LRM adecuados resulta fundamental tanto para las IIC abiertas como cerradas (aunque las recomendaciones se centran en las abiertas), para garantizar la coherencia entre la liquidez de los activos y las condiciones de reembolso.

Las **principales novedades** se refieren a:

- La **clasificación de las IIC en tres categorías en función del nivel de liquidez de los activos** en los que inviertan:
    1. Los fondos que invierten **principalmente en activos líquidos** pueden aplicar una frecuencia de reembolso diaria, sin necesidad de aplicar medidas antidilutivas, puesto que en este grupo se espera que el efecto dilutivo sea mínimo.
    2. Los fondos que invierten principalmente en **activos menos líquidos** pueden establecer frecuencias de reembolso diarias siempre que apliquen medidas antidilutivas encaminadas a repercutir a los inversores que reembolsan el coste de transacción o liquidez asociado a la venta de activos necesaria para atender su reembolso.
    3. Los fondos que invierten un **porcentaje significativo en activos ilíquidos** deberían establecer frecuencias de reembolso bajas y/o imponer periodos largos de preavisos, o de liquidación, en los reembolsos.
- Enfatizar la necesidad de que las autoridades aseguren la **disponibilidad de una amplia gama de LMT** (antidilutivas y basadas en cantidades, *quantity-based*) para que puedan ser usadas por los gestores de fondos abiertos, tanto en situaciones de estrés de mercado como en situaciones normales.
- Fomentar un **mayor uso (y consistencia en la aplicación) de las LMT de tipo antidilutivo**.

El informe subraya que existen diferencias significativas a nivel mundial entre los marcos normativos y de supervisión para las IIC. IOSCO espera que los reguladores promuevan la adopción de estas recomendaciones revisadas a nivel nacional, adaptándolas a las particularidades locales. Está previsto realizar una revisión del grado de implantación, en coordinación con el FSB, antes de finalizar 2026, para evaluar el impacto real de las reformas en la estabilidad financiera y la protección de los inversores.

[1] FR/11/2025 Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management

[2] Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds

Pregunta

¿Qué recomienda IOSCO sobre el proceso de diseño?

Respuesta

El informe expone los principios básicos que deberían guiar a las entidades responsables, incluidos los gestores y operadores de IIC, en el diseño y estructuración de sus marcos de LRM. El punto de partida es exigir un **proceso de gestión robusto y alineado con las circunstancias del fondo**, cumpliendo siempre la normativa local aplicable. Es básico que el dimensionamiento del proceso sea proporcional al nivel de exposición al riesgo de liquidez de la IIC. Por ello, el marco de LRM debería considerar de forma granular la liquidez de los activos, la composición de la cartera y la capacidad del fondo para hacer frente a todas sus obligaciones, incluidos los reembolsos y compromisos derivados de operaciones con derivados.

Se espera que las entidades responsables establezcan **umbrales internos de liquidez** acordes tanto a las obligaciones de reembolso como a posibles demandas adicionales de liquidez. Estos umbrales deben cumplir los mínimos normativos, así como actuar como mecanismo de alerta temprana, orientando la realización de análisis más profundos y la adopción de medidas correctivas ante situaciones de tensión de liquidez.

En el caso de los fondos abiertos, la **relación entre la liquidez de la cartera y la frecuencia de reembolso** es especialmente relevante. El marco incluye un sistema de clasificación en función de la liquidez de los activos de un fondo, encuadrando cada IIC en una de las tres categorías siguientes: (i) principalmente líquido, (ii) predominantemente menos líquido, o (iii) con significativa iliquidez. Cada categoría determina las alternativas idóneas de reembolso y la aplicación de herramientas antidilutivas, ajustando el perfil de reembolso a lo que la estructura real del fondo puede soportar. Por ejemplo, carteras con predominio de activos ilíquidos deberían establecer ventanas de reembolso menos frecuentes o exigir preavisos y plazos más largos de liquidación, protegiendo así a todos los partícipes, sobre todo en periodos de estrés.

La protección al inversor y la estabilidad de mercado exigen, además, evaluar el modo en que los **canales de distribución** y la base de partícipes pueden influir en la liquidez. Comprender la composición y comportamiento de los inversores es clave para prever necesidades de liquidez y planificar en consonancia. Cuando existan intermediarios que dificulten la visibilidad de la identidad de los clientes, las entidades responsables deberían recabar datos relevantes de forma proactiva para mantener actualizado su análisis de riesgos. Por último, las recomendaciones de diseño enfatizan la importancia de disponer de **acceso a información oportuna, relevante y fiable**, tanto sobre la cartera, como sobre la estructura global del fondo, especialmente en IIC que invierten en otros fondos, con el fin de comprender completamente los riesgos de liquidez iniciales y las estructuras de ventanas de liquidez potenciales.

Pregunta

¿Qué se sugiere sobre las herramientas de gestión y prácticas operativas?

Respuesta

El informe recalca que las entidades responsables deberían **evaluar e implementar una gama amplia de LMT**, capaces de operar eficazmente tanto en condiciones normales como en escenarios de estrés y, en todo momento, alineadas con la normativa local. Se diferencia entre dos grandes tipos de herramientas:

- **Herramientas antidilutivas**, cuyo objetivo es garantizar que los costes asociados a subscripciones y reembolsos sean asumidos equitativamente por los partícipes que efectúan estas operaciones, incluyendo cualquier impacto significativo en el mercado derivado de movimientos de cartera necesarios para atender sus solicitudes de rembolso. Así se mitiga la dilución significativa de los inversores y se evitan incentivos que premien al primero en salir, derivados de desequilibrios estructurales de liquidez en fondos abiertos.
- **Herramientas basadas en cantidades**, que permiten limitar o escalonar los reembolsos durante periodos de tensión de liquidez.

Se fomenta el uso de herramientas antidilutivas como el ajuste al valor liquidativo (*swing pricing*)[3] y el valor liquidativo para subscripciones/valor liquidativo para reembolsos (*dual pricing*)[4], especialmente en fondos con activos menos líquidos, mientras que las herramientas basadas en cantidades—como suspensiones, ventanas de reembolso y ampliación de plazos de preaviso o liquidación—deberían considerarse como elementos de protección fundamentales, pero aplicarse siempre de forma selectiva y no sustituir otras medidas preventivas.

Asimismo, se señalan otras alternativas como los *side pockets*[5], reembolsos en especie[6] y *soft closures*[7], resaltando que la selección y uso de estas medidas debería adecuarse a las características del fondo y el perfil de sus partícipes.

En relación con la **operativa diaria**, se exige a los gestores realizar **evaluaciones periódicas y exhaustivas** del perfil de liquidez de la cartera, utilizando tanto análisis cuantitativos como cualitativos para captar factores como la profundidad de mercado, el plazo para desinversión, la certidumbre de la valoración de los activos, así como los potenciales impactos en los precios, tanto en entornos normales como tensionados. **Las consideraciones de liquidez deberían integrarse proactivamente en las decisiones de inversión**, garantizando que nuevas exposiciones o estrategias no deterioren la capacidad de la IIC para hacer frente a sus compromisos y obligaciones de reembolso. Una LRM efectiva se basa en la detección temprana de vulnerabilidades emergentes, exigiendo procesos calibrados para **identificar potenciales señales de escasez de liquidez** antes de que se materialicen.

La solidez de una buena LRM se basa en el **uso exhaustivo de datos internos y externos**: flujos de fondos, perfil de inversores y patrones de reembolso, obligaciones pendientes, así como límites operativos. Conocer la base de inversores—idealmente obteniendo datos de intermediarios y monitorizando grandes posiciones—facilita anticipar y planificar posibles episodios de reembolsos y salidas elevados, garantizando la equidad y trato consistente a todos los partícipes, especialmente en situaciones de estrés. Igualmente, debería garantizarse una comunicación adecuada y oportuna con inversores y autoridades al activar o modificar cualquier LMT u otras medidas extraordinarias.

Con respecto a la importancia de los **tests de estrés**, IOSCO recomienda evaluaciones periódicas de liquidez que simulen una variedad de escenarios y evalúen la resiliencia de las IIC así como su capacidad para afrontar compromisos en condiciones adversas del mercado. Estas pruebas deberían ajustarse a la dimensión, complejidad y estrategia de la IIC, contemplando niveles realistas de reembolso y factores como el plazo de liquidación de activos, el comportamiento de las contrapartes y la interdependencia con otros fondos y participantes de mercado. Los resultados de los tests de estrés son esenciales a lo largo de todo el ciclo de vida de las IIC, desde su diseño hasta la gestión de su cartera ordinaria, facilitando la calibración informada de los colchones de liquidez, los límites de inversión y los planes de contingencia.

[3] Se refiere a un proceso para ajustar el valor liquidativo de un fondo (normalmente calculado a precio medio) mediante la aplicación de un factor de oscilación que refleja el coste de liquidez derivado de las suscripciones o reembolsos netos. Todos los inversores pagan o reciben el mismo precio oscilado.

[4] Se refiere al cálculo de dos valores liquidativos (VL) por punto de valoración. Una forma de implementarlo consiste en calcular un VL que incorpore los precios de venta de los activos y otro que incorpore los precios de compra de los activos. Los inversores suscriptores pagan el VL calculado con los precios de venta de los activos; los inversores que reembolsan reciben el VL calculado con los precios de compra de los activos. Otra forma de implementarlo consiste en establecer un diferencial ajustable en torno al VL del fondo, con un precio de compra al que el fondo reembolsa las acciones y un precio de oferta al que el fondo emite nuevas acciones. La diferencia entre estos dos precios se conoce como diferencial, según lo estimado por la entidad responsable, y podría ser dinámico para reflejar los costes de liquidez en las condiciones imperantes del mercado.

[5] Se refiere a un mecanismo mediante el cual un gestor segrega activos específicos (por ejemplo, activos con problemas de valoración o incertidumbre legal) de la cartera general del fondo. Los inversores reciben acciones o participaciones de la nueva inversión a prorrata de sus participaciones en el fondo existente. De esta forma, el gestor, mediante la segregación de participaciones, puede gestionar mejor la liquidez o la valoración de los diferentes activos subyacentes. La ventaja es que el fondo que mantiene los activos "no afectados" permanece abierto a suscripciones y reembolsos, mientras que los activos "inciertos" de la nueva cartera pueden gestionarse por separado.

[6] A veces denominados reembolsos en especie, son un mecanismo mediante el cual los fondos de inversión pueden distribuir los activos subyacentes, generalmente a prorrata entre los inversores, en lugar de pagar en efectivo, para cubrir los reembolsos. Su objetivo es evitar la venta de un bloque considerable de valores por parte del fondo para efectuar un reembolso en efectivo, evitando así costes de transacción significativos y un impacto en los precios de mercado que podrían perjudicar a los inversores restantes. Los reembolsos en especie también pueden permitir al gestor destinar una mayor proporción de la cartera a inversiones y mantener menos efectivo en reserva para financiar posibles reembolsos, ajustando mejor las inversiones subyacentes y las necesidades de liquidez.

[7] Se refiere a un mecanismo mediante el cual los fondos de inversión pueden suspender la comercialización activa, cerrar temporal o definitivamente las suscripciones, sujeto a la legislación y regulación local. El objetivo es evitar suscripciones de mayor volumen, por ejemplo, en activos con liquidez o capacidad limitadas. Esto puede hacerse después de un período de comercialización predeterminado, si corresponde.

Pregunta

¿Cuáles son las recomendaciones relacionadas con la gobernanza y la transparencia?

Respuesta

Las recomendaciones sobre gobernanza remarcan que cada entidad responsable integre **esquemas adecuados y personalizados de gobernanza** en todos los aspectos de LRM. El propósito es que las decisiones sobre liquidez, especialmente la activación de LMT u otras medidas extraordinarias, se apoyen en criterios objetivos y bien definidos, procesos transparentes y roles y responsabilidades claros en todos los niveles de la organización, tanto en condiciones normales como de estrés. La efectividad del gobierno corporativo requiere revisiones periódicas (ex ante y ex post) del marco de riesgos y del funcionamiento de las LMT, así como **registros completos** y canales efectivos de escalado ante incidencias inesperadas o déficits de liquidez. La estructura de gobernanza debería incorporar una supervisión independiente, favorecer pruebas periódicas, la actualización de **planes de contingencia** y asegurar el mantenimiento de capacidades y conocimientos relevantes sobre LRM tanto en equipos de gestión como en comités de supervisión. El grado y complejidad de estos esquemas debería adecuarse al tamaño, complejidad y perfil de riesgo de las IIC, reflejando la diversidad de estructuras de fondos entre jurisdicciones.

En cuanto a la transparencia, el informe subraya que una **comunicación transparente con partícipes, potenciales inversores y reguladores** refuerza la confianza y facilita la toma de decisiones informadas. Las entidades responsables deberían proporcionar información clara, proporcionada y continuada sobre los riesgos de liquidez inherentes a las IIC, los procesos y marcos aplicados para su gestión y el catálogo de LMT y medidas de LRM disponibles, incluyendo las condiciones que justifican su activación.

Sobre las **especificaciones relativas a LMT**, se destaca que los partícipes deben comprender la existencia, los objetivos y los principios generales de funcionamiento tanto de las medidas antidilutivas como de las basadas en cantidades, sin necesidad de conocer detalles sensibles sobre calibración que puedan facilitar conductas oportunistas o comprometer la operativa. Por un lado, la información ex ante debería permitir al inversor entender en qué circunstancias podrían aplicarse las LMT. Por otro, la información ex post, generalmente en forma de resumen, ayuda a comprender la práctica real del fondo y el histórico de uso de estas herramientas, evitando la difusión de datos de operativa específicos que pudiesen ser explotados en contra de la LRM.

El reporte de información a las autoridades debería permitir a los supervisores evaluar la idoneidad y eficacia de los sistemas de gestión y asegurar que cualquier modificación sustancial o uso extraordinario de herramientas se comunique de inmediato.

Enlaces de interés:

FR/10/2025 Revised Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes FR/11/2025 Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management FSB Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds - Financial Stability Board

Este artículo es un resumen no oficial de documentación pública redactada por IOSCO y no refleja necesariamente la posición oficial de la CNMV, sus directivos o resto del personal sobre las materias objeto de este documento.

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.