

I

(Resoluciones, recomendaciones y dictámenes)

RECOMENDACIONES

JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO

RECOMENDACIÓN DE LA JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO

de 7 de diciembre de 2017

sobre los riesgos de liquidez y apalancamiento de los fondos de inversión

(JERS/2017/6)

(2018/C 151/01)

LA JUNTA GENERAL DE LA JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO,

Visto el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea,

Visto el Reglamento (UE) n.º 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) ⁽¹⁾, en particular el artículo 3, apartado 2, letras b), d) y f), y los artículos 16 a 18,

Vista la Decisión JERS/2011/1 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 20 de enero 2011, por la que se adopta el Reglamento interno de la Junta Europea de Riesgo Sistémico ⁽²⁾, en particular los artículos 18 a 20,

Considerando lo siguiente:

- (1) El sector de los fondos de inversión ha crecido con fuerza en la última década, tanto en la Unión como en el mundo, y, por consiguiente, los fondos de inversión representan ahora una parte mayor de los mercados de valores. Se espera que el papel de los fondos de inversión en la intermediación financiera crezca aún más en un entorno de bajos tipos de interés y restricciones de los balances del sector bancario, unido a los cambios resultantes de la evolución de la unión de los mercados de capitales. Las autoridades reguladoras celebran esta evolución, ya la diversificación de las fuentes de financiación puede ayudar a mejorar la eficiencia y la resistencia del sistema financiero en general.
- (2) No obstante, preocupa que un aumento de la intermediación financiera por parte de los fondos de inversión pueda ocasionar la amplificación de futuras crisis financieras. Los desajustes entre la liquidez de los activos de los fondos de inversión abiertos y sus perfiles de reembolso podrían provocar ventas forzadas a fin de cumplir las solicitudes de reembolso en situaciones de estrés en el mercado. Estas ventas forzadas podrían afectar negativamente a otros participantes en el mercado financiero que sean titulares de los mismos activos o de activos estrechamente relacionados. Asimismo, el apalancamiento puede amplificar el impacto de los movimientos de mercado negativos, ya que crea una exposición que excede los activos de un fondo de inversión. Además de esos canales de contagio indirecto, un fondo de inversión puede extender el riesgo a través de la interconexión, por ejemplo, con sus inversores, que es un canal directo a través del cual las perturbaciones pueden transmitirse a otras instituciones financieras.
- (3) Los fondos de inversión también son vulnerables a los cambios en la estructura y dinámica del mercado. Por ejemplo, en un entorno de tipos de interés bajos, la búsqueda de rentabilidad puede estimular una mayor proporción de inversión en activos menos líquidos. Existe el riesgo de que perturbaciones de nivel macroeconómico, como un revés de la prima de riesgo, pueda provocar solicitudes de reembolso generalizadas por parte de los inversores de fondos de inversión. Esto puede ser especialmente acusado en los fondos de inversión que mantienen una gran proporción de activos altamente apalancados y menos líquidos en sus carteras.

⁽¹⁾ DO L 331 de 15.12.2010, p. 1.

⁽²⁾ DO C 58 de 24.2.2011, p. 4.

- (4) Además, a menos que este riesgo se gestione adecuadamente, algunos inversores pueden beneficiarse de ser los primeros en actuar, esto es, los inversores que obtienen el reembolso en las primeras fases de una situación de estrés en el mercado, o antes de que esta se produzca, no soportan todo el impacto de dicha situación sino que dejan esa carga a los inversores restantes.
- (5) El marco legislativo actual en la Unión incluye medidas diseñadas para reducir los efectos amplificadores del sector de los fondos de inversión en una crisis financiera y para reforzar la resistencia de los fondos de inversión. El marco legislativo comprende las Directivas 2009/65/CE⁽¹⁾ y 2011/61/UE⁽²⁾ del Parlamento Europeo y del Consejo.
- (6) Tanto la Directiva 2009/65/CE como la 2011/61/UE contienen requisitos de gestión de la liquidez. Los fondos de inversión alternativos (FIA) deben tener políticas de reembolso coherentes con el perfil de liquidez de su estrategia de inversión y deben realizar pruebas de resistencia periódicas tanto en condiciones de liquidez normales como excepcionales. Los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OIVCM) están sujetos a normas detalladas de admisibilidad que controlan los tipos de activos en los que pueden invertir, y deben realizar pruebas de resistencia cuando sea necesario.
- (7) A fin de hacer frente a los riesgos sistémicos relacionados con el apalancamiento, las Directivas 2009/65/CE y 2011/61/UE proporcionan en la actualidad base jurídica para limitar la acumulación de apalancamiento en los fondos de inversión. El artículo 51, apartado 3, de la Directiva 2009/65/CE, especifica un límite de inversión para las exposiciones de los OIVCM a instrumentos derivados, y el artículo 83, apartado 2, letra a), de la misma directiva, especifica un límite temporal del 10 % para contraer préstamos. El artículo 25, apartado 3, de la Directiva 2011/61/UE, permite a las autoridades nacionales competentes (ANC) imponer límites de apalancamiento u otras restricciones a la gestión de los FIA. Además, el artículo 25, apartado 7, de la Directiva 2011/61/UE, faculta a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) para determinar si el apalancamiento utilizado por el gestor de un fondo de inversión alternativo, o por un grupo de gestores, supone un riesgo sustancial para la estabilidad e integridad del sistema financiero, y para emitir una recomendación dirigida a las ANC especificando las medidas correctoras a tomar, incluidos los límites al nivel de apalancamiento.
- (8) Está justificado aplicar normas coherentemente rigurosas a la capacidad de los gestores de fondos de gestionar riesgos en toda la Unión a fin de garantizar que la regulación reduzca el riesgo sistémico. Existen pruebas de que el marco regulador actual facilita una gestión del riesgo efectiva por los fondos de inversión en el ámbito microprudencial. Sin embargo, en buena medida, no se ha contrastado su eficacia desde una perspectiva macroprudencial. El objetivo de la presente recomendación es abordar los riesgos sistémicos relativos a los desajustes de liquidez y al uso del apalancamiento en los fondos de inversión. Esto mejorará el marco macroprudencial en la Unión en su aplicación al sector de la gestión de activos.
- (9) La recomendación A está diseñada para hacer frente a los riesgos que puedan surgir cuando los gestores de fondos no dispongan de los instrumentos de gestión de liquidez adecuados, tales como las comisiones de reembolso, las limitaciones al reembolso o la capacidad de suspender reembolsos temporalmente. En ausencia de dichos instrumentos, las presiones de reembolso en situaciones de descenso de los precios de los activos podrían causar estrés en todo el sistema y exacerbar la caída del precio de los activos, lo que podría provocar riesgos para la estabilidad financiera. La disponibilidad de un conjunto diverso de instrumentos de gestión de la liquidez en todos los Estados miembros aumentaría la capacidad de los gestores de fondos para hacer frente a las presiones de reembolso en situaciones de estrés de liquidez del mercado. Además, la recomendación A requiere más aclaraciones acerca de la suspensión de reembolsos por las ANC.
- (10) La recomendación B está diseñada para mitigar y prevenir desajustes excesivos de liquidez en FIA abiertos. Algunos FIA abiertos mantienen una gran proporción de sus inversiones en activos inherentemente menos líquidos, como los fondos de inversión que invierten en bienes inmuebles, los valores no cotizados, los préstamos y otros activos alternativos. Es necesario que esos fondos de inversión demuestren su capacidad a las ANC, durante y después del proceso de aprobación, para mantener su estrategia de inversión en situaciones de estrés del mercado.
- (11) La recomendación C está diseñada para promover prácticas coherentes de prueba de la resistencia de liquidez en el ámbito de los fondos de inversión. Las pruebas de resistencia son herramientas que ayudan al gestor del fondo a identificar las posibles debilidades de la estrategia de inversión y a preparar al fondo de inversión para las crisis.

(1) 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 (OIVCM) (DO L 302 de 17.11.2009, p. 32).

(2) Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010 (DO L 174 de 1.7.2011, p. 1).

De utilizarse correctamente como una herramienta de gestión del riesgo y de toma de decisiones, una prueba de resistencia debería reducir el riesgo de liquidez en el ámbito del fondo de inversión y contribuir a reducir el riesgo de liquidez en el ámbito del sistema financiero. Se espera que las directrices acerca de las prácticas de prueba de la resistencia de liquidez de los gestores de fondos reduzca el riesgo de liquidez, tanto en el ámbito de los fondos de inversión como del sistema, y refuerce la capacidad de las entidades de gestionar la liquidez en el interés de los inversores, evitando las sorpresas y las consiguientes reacciones de urgencia en períodos de reembolso inesperadamente altos.

- (12) La recomendación D está diseñada para establecer un marco armonizado de presentación de información para los OICVM de toda la Unión. A pesar de que muchas jurisdicciones de la Unión imponen obligaciones de información a los OICVM, las prácticas de información varían mucho en cuanto a frecuencia de presentación, OICVM obligados e información presentada. La falta de un marco armonizado de presentación de información impide el seguimiento y la evaluación exhaustiva de la posible contribución de los OICVM a los riesgos para la estabilidad financiera. Un marco armonizado de presentación de información para los OICVM también reducirá las ineficiencias de información actuales tanto para las ANC como para el sector.
- (13) La recomendación E está diseñada para facilitar la aplicación del artículo 25 de la Directiva 2011/61/UE, que establece una herramienta macroprudencial para limitar el apalancamiento en los FIA. Es necesario aclarar el uso de esta herramienta mediante el desarrollo de un enfoque común que garantice que las ANC sean capaces de utilizarla de un modo uniforme. Por lo tanto, deben adoptarse directrices sobre un marco de evaluación de los riesgos de apalancamiento y sobre el diseño, calibración y aplicación de los límites de apalancamiento.
- (14) La presente recomendación defiende un marco proporcionado para gestionar los riesgos sistémicos que puedan surgir en el sector de los fondos de inversión, o que este pueda propagar, a la vez que se mantienen las características claves de reembolso que atraen a los inversores a los fondos de inversión abiertos y que facilitan la inversión colectiva.
- (15) La presente recomendación tiene en cuenta las iniciativas internacionales y europeas actualmente en curso acerca de las políticas macroprudenciales dirigidas a mitigar los riesgos de los desajustes de liquidez y del apalancamiento en los fondos de inversión y, en concreto, el trabajo del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV). El 12 de enero de 2017, el FSB publicó recomendaciones para hacer frente a las vulnerabilidades estructurales de las actividades de gestión de activos derivadas de los desajustes de liquidez y del uso de apalancamiento en los fondos de inversión ⁽¹⁾. Para complementar el trabajo del FSB, se ha encomendado a la OICV la aplicación de las recomendaciones del FSB. Este proceso se encuentra actualmente en curso.
- (16) A fin de aplicar los elementos macroprudenciales del marco regulador actual para los fondos de inversión y garantizar que las ANC actúen de modo uniforme, la presente recomendación se dirige parcialmente a la AEVM con relación a su función de facilitación y coordinación.
- (17) A fin de hacer frente a otros riesgos planteados por los fondos de inversión, se recomienda que la Comisión Europea proponga medidas legislativas adicionales. Se reconoce que la Comisión ya ha incluido en su agenda revisiones legislativas sobre este asunto. Estas proporcionarán la oportunidad de abordar los problemas macroprudenciales mencionados en las recomendaciones.
- (18) Las recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) se publican una vez que la Junta General ha informado de su propósito al Consejo de la Unión Europea y este ha tenido la oportunidad de reaccionar.

HA ADOPTADO LA PRESENTE RECOMENDACIÓN:

SECCIÓN 1

RECOMENDACIONES

Recomendación A – Instrumentos de gestión de liquidez para el reembolso

1. Se recomienda que la Comisión proponga que la legislación de la Unión incorpore un marco jurídico común que regule la inclusión de instrumentos adicionales de gestión de liquidez en el diseño de los fondos de inversión originados en cualquier lugar de la Unión a fin de que la decisión sobre qué instrumentos adicionales de gestión de liquidez incorporar a los documentos constitutivos u otra información precontractual sobre los fondos de inversión se tome de manera individual por cada sociedad de gestión.

⁽¹⁾ Consejo de Estabilidad Financiera, «Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities», enero de 2017.

2. Se recomienda que la Comisión proponga que la legislación de la Unión incluya otras disposiciones en las que se especifique la función de las ANC cuando usen sus facultades para suspender reembolsos en situaciones en las que haya implicaciones transfronterizas para la estabilidad financiera.
3. Se recomienda que la Comisión proponga que la legislación de la Unión establezca la función general de facilitación, asesoría y coordinación de la AEVM en relación con las facultades de las ANC de suspender reembolsos en situaciones en las que haya implicaciones transfronterizas para la estabilidad financiera, de acuerdo con la recomendación A(2).

Recomendación B – Disposiciones adicionales para reducir la probabilidad de desajustes excesivos de liquidez

Se recomienda a la Comisión que proponga que la legislación de la Unión incluya medidas para limitar la medida en que la transformación de la liquidez en FIA abiertos podría contribuir a la acumulación de riesgos sistémicos o al riesgo de mercados desordenados.

Recomendación C – Pruebas de resistencia

A fin de promover la convergencia de supervisión se recomienda a la AEVM que adopte directrices acerca de la práctica a seguir por los gestores en las pruebas de resistencia del riesgo de liquidez para FIA y OICVM individuales.

Recomendación D – presentación de información de OICVM

1. Se recomienda a la Comisión que proponga que la legislación de la Unión exija a los OICVM y a las sociedades de gestión de OICVM que presenten datos periódicamente, en especial los relativos al riesgo de liquidez y apalancamiento, a la autoridad competente, y que faciliten esos datos a la ANC pertinente si esta no es la autoridad competente a efectos de la presentación de información de OICVM.
2. Se recomienda a la Comisión que proponga que una proporción suficientemente relevante, desde la perspectiva de la estabilidad financiera, de todos los OICVM y sociedades de gestión de OICVM, presente los datos mencionados en la recomendación D(1), dentro de un marco de presentación de información, al menos con frecuencia trimestral. Como mínimo, una proporción representativa de todos los OICVM y sociedades de gestión de OICVM debería presentar un subconjunto suficiente del conjunto de datos con frecuencia anual.
3. Se recomienda que la Comisión proponga que las ANC pongan los datos mencionados en la recomendación D(1) a disposición de las ANC de otros Estados miembros pertinentes, la AEVM y la JERS.

Recomendación E – Directrices sobre el artículo 25 de la Directiva 2011/61/UE

1. Se recomienda que la AEVM oriente acerca del marco para evaluar la medida en que el uso de apalancamiento en el sector de los FIA contribuye a la acumulación de riesgo sistémico en el sistema financiero.
2. Se recomienda que la AEVM oriente acerca del diseño, calibración y aplicación de los límites de apalancamiento macroprudenciales.
3. Se recomienda que la AEVM oriente acerca de cómo las ANC deberían notificar a la AEVM, la JERS y otras ANC su intención de aplicar las medidas macroprudenciales en virtud del artículo 25, apartado 3, de la Directiva 2011/61/UE.
4. Se recomienda que la AEVM utilice la información recibida de las ANC de conformidad con el artículo 25, apartado 3, de la Directiva 2011/61/UE, para comparar y compartir conocimientos con las autoridades macroprudenciales nacionales y la JERS sobre las prácticas de uso de los límites de apalancamiento y de imposición de otras restricciones a la gestión de los FIA.

SECCIÓN 2

APLICACIÓN

1. Definiciones

1. A efectos de la presente recomendación, se entenderá por:
 - a) «instrumento adicional de gestión de liquidez», el instrumento que ayuda a los FIA abiertos y a los OICVM, así como a sus gestores, a gestionar adecuada y eficazmente las solicitudes de reembolso en todo momento y, en especial, en situaciones de estrés del mercado. Estos instrumentos deben incluir medidas *a posteriori*, como suspensiones de reembolsos o reembolsos diferidos (limitaciones o períodos de preaviso ampliables), y medidas preventivas como la asignación de costes de negociación a los inversores que suscriben o reembolsan (ajustes de precio o recargos antidilución);

- b) «fondo de inversión alternativo» (FIA), un organismo de inversión colectiva conforme a la definición del artículo 4, apartado 1, letra a), de la Directiva 2011/61/UE;
 - c) «gestor de fondo de inversión alternativo» (GFIA), el definido en el artículo 4, apartado 1, letra b), de la Directiva 2011/61/UE, con sujeción a las exclusiones del artículo 2, apartado 3, y a las exenciones del artículo 3, de dicha directiva;
 - d) «GFIA de FIA abierto», el comprendido en la categoría definida en el artículo 1, apartado 2, del Reglamento Delegado (UE) n.º 694/2014 de la Comisión ⁽¹⁾;
 - e) «sociedad de gestión»: i) una sociedad de gestión como se define en el artículo 2, apartado 1, letra b), de la Directiva 2009/65/CE; ii) un OICVM constituido como una sociedad de inversión que no ha designado una sociedad de gestión como se establece en la Directiva 2009/65/CE; iii) un GFIA como se especifica en el artículo 4, apartado 1, letra b), de la Directiva 2011/61/UE, y iv) un FIA constituido como una sociedad de inversión y gestionado internamente que no ha designado un GFIA, conforme al artículo 5, apartado 1, letra b), de la Directiva 2011/61/UE;
 - f) «apalancamiento», cualquier método por el que un fondo de inversión incrementa su exposición por encima de los activos del fondo, mediante préstamos de efectivo o valores, apalancamiento implícito en posiciones de derivados u otros medios;
 - g) «autoridad nacional competente» (ANC), la autoridad competente como se define en el artículo 2, apartado 1, letra h), de la Directiva 2009/65/CE, o en el artículo 4, apartado 1, letra f), de la Directiva 2011/61/UE, según proceda;
 - h) «riesgo sistémico», lo mismo que en el artículo 2, letra c), del Reglamento (UE) n.º 1092/2010;
 - i) «organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios» (OICVM), un organismo como se define en el artículo 1, apartado 2, de la Directiva 2009/65/CE, que ha sido autorizado de conformidad con el artículo 5 de dicha directiva;
 - j) «sociedad de gestión de OICVM», lo mismo que en el artículo 2, apartado 1, letra b), de la Directiva 2009/65/UE.
2. Los anexos I y II forman parte integral de la presente recomendación. En caso de discrepancia entre el cuerpo principal y los anexos, prevalecerá el primero.

2. Criterios de aplicación

1. La aplicación de la presente recomendación se regirá por los siguientes criterios:
- a) la recomendación comprende los FIA, GFIA, OICVM y sociedades de gestión de OICVM;
 - b) debe evitarse el arbitraje reglamentario;
 - c) debe prestarse la debida consideración al principio de proporcionalidad, teniendo en cuenta el objetivo y el contenido de cada recomendación;
 - d) los criterios de cumplimiento del anexo I.
2. Se solicita a los destinatarios que comuniquen a la JERS y al Consejo las medidas adoptadas en respuesta a la presente recomendación o justifiquen adecuadamente su inacción. Los informes deben comprender como mínimo:
- a) información sobre el fondo y los plazos de las medidas adoptadas, inclusive cualesquiera medidas adoptadas en relación con las Autoridades Europeas de Supervisión, cuando proceda;
 - b) una evaluación del funcionamiento de las medidas adoptadas, teniendo en cuenta los objetivos de la presente recomendación;
 - c) una justificación detallada de toda inacción o inaplicación de la presente recomendación, incluidos los retrasos en su aplicación.

3. Plazos de seguimiento

Se solicita a los destinatarios que comuniquen a la JERS y al Consejo las medidas adoptadas en respuesta a la presente recomendación o justifiquen adecuadamente su inacción en los siguientes plazos:

1. Recomendación A

Se solicita que, a más tardar el 31 de diciembre de 2020, la Comisión presente a la JERS y al Consejo un informe sobre la aplicación de las recomendaciones A(1), A(2) y A(3).

⁽¹⁾ Reglamento Delegado (UE) n.º 694/2014 de la Comisión, de 17 diciembre de 2013, por el que se complementa la Directiva (UE) 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que determinan los tipos de gestores de fondos de inversión alternativos (DO L 183 de 24.6.2014, p. 18).

2. Recomendación B

Se solicita que, a más tardar el 31 de diciembre de 2020, la Comisión presente a la JERS y al Consejo un informe sobre la aplicación de la recomendación B.

3. Recomendación C

Se solicita que, a más tardar el 30 de junio de 2019, la AEVM presente a la JERS y al Consejo las directrices a que se refiere la recomendación C.

4. Recomendación D

Se solicita que, a más tardar el 31 de diciembre de 2020, la Comisión presente a la JERS y al Consejo un informe sobre la aplicación de las recomendaciones D(1), D(2) y D(3).

5. Recomendación E

a) Se solicita que, a más tardar el 30 de junio de 2019, la AEVM presente a la JERS y al Consejo las directrices a que se refieren las recomendaciones E(1), E(2) y E(3);

b) Se solicita que, empezando el 31 de diciembre de 2019, la AEVM presente a las autoridades macroprudenciales nacionales y a la JERS, al menos anualmente, la información a que se refiere la recomendación E(4).

4. Verificación y evaluación

1. La Secretaría de la JERS:

a) prestará asistencia a los destinatarios garantizando la coordinación de la presentación de información, facilitando las plantillas pertinentes y especificando, en caso necesario, el procedimiento y los plazos de seguimiento;

b) verificará el seguimiento realizado por los destinatarios, les prestará asistencia si así lo solicitan y presentará informes de seguimiento a la Junta General a través del Comité Director.

2. La Junta General evaluará las medidas y justificaciones comunicadas por los destinatarios y, cuando proceda, podrá decidir que la presente recomendación no se ha aplicado y que el destinatario no ha justificado adecuadamente su inacción.

Hecho en Fráncfort del Meno, el 7 de diciembre de 2017.

El jefe de la Secretaría de la JERS, en nombre de la Junta General de la JERS

Francesco MAZZAFERRO

ANEXO I

CRITERIOS DE CUMPLIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES

Recomendación A

Para la **recomendación A**, se especifican los siguientes criterios de cumplimiento.

A(1)-Disponibilidad de instrumentos adicionales de gestión de liquidez

La legislación de la Unión debe permitir que se disponga legalmente de un amplio abanico de instrumentos adicionales de gestión de liquidez, sin perjuicio de que los gestores de activos deban asumir la responsabilidad principal de activar y aplicar esos instrumentos y de que algunos de ellos no sean adecuados o necesarios para todos los tipos de fondos abiertos. Los instrumentos adicionales de gestión de liquidez deben servir de apoyo a los fondos de inversión alternativos (FIA) abiertos y a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), así como a sus gestores, para procesar solicitudes de reembolso de forma adecuada y eficaz en todo momento y, en especial, en situaciones de estrés del mercado.

Los cambios que proponga la Comisión a la legislación pertinente de la Unión deben incluir las obligaciones siguientes:

- a) los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) de FIA abiertos y las sociedades de gestión de OICVM deben evaluar todos los instrumentos adicionales de gestión de liquidez disponibles y, específicamente, cuáles son los adecuados para las estrategias de inversión de los fondos que gestionan y cuáles deben incluirse en sus documentos constitutivos u otra información precontractual a fin de que puedan aplicarse tanto en situaciones normales como de estrés del mercado, y deben proporcionar suficiente transparencia a los inversores en relación con dichos instrumentos;
- b) los GFIA de FIA abiertos y las sociedades de gestión de OICVM deben incluir como mínimo en los documentos constitutivos u otra información precontractual de los fondos que gestionen, la facultad de suspender reembolsos;
- c) los GFIA de FIA abiertos y las sociedades de gestión de OICVM deben garantizar la disponibilidad de la capacidad operativa y la planificación de contingencia necesarias para la activación oportuna de cualquier instrumento adicional de gestión de liquidez que puedan utilizar;
- d) los GFIA de FIA abiertos y las sociedades de gestión de OICVM deben informar a las autoridades nacionales competentes (ANC) acerca de la aplicación y uso de los instrumentos adicionales de gestión de liquidez en situaciones de estrés del mercado;
- e) la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), una vez tenida en cuenta la opinión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) con relación a asuntos macroprudenciales, debe adoptar directrices sobre:
 - i. las definiciones y características de los instrumentos adicionales de gestión de liquidez;
 - ii. los criterios para la evaluación de adecuación conforme al apartado A(1)(a);
 - iii. los requisitos de transparencia de los instrumentos adicionales de gestión de liquidez conforme al apartado A(1)(a);
 - iv. los principios de alto nivel sobre cómo deben aplicarse los instrumentos adicionales de gestión de liquidez en el proceso de gestión de la liquidez del fondo;
 - v. cómo evaluar y abordar las posibles consecuencias imprevistas de utilizar instrumentos adicionales de gestión de liquidez;
 - vi. la exigencia de informar a las ANC conforme al apartado A(1)(d), y
 - vii. el nivel de transparencia en relación con los inversores cuando se activen los instrumentos adicionales de gestión de liquidez y durante su uso.

Las directrices deben tener en cuenta la planificación de contingencia necesaria que debe tener lugar con antelación, conforme al apartado A(1)(c), a fin de que dichos instrumentos puedan activarse rápida y eficazmente.

A(2) – Otras disposiciones acerca de la suspensión por las ANC de los reembolsos con consecuencias transfronterizas para la estabilidad financiera

Los cambios que proponga la Comisión a la legislación de la Unión deben incluir:

- a) la aclaración de las funciones respectivas de las ANC y de la cooperación entre ellas con relación a la suspensión de reembolsos a efectos de la estabilidad financiera transfronteriza cuando el FIA o el OICVM esté establecido en un Estado miembro pero su GFIA o su sociedad gestora de OICVM estén establecidos en otro Estado miembro, es decir, cuando haya consecuencias transfronterizas;

- b) la obligación de las ANC, cuando ejerzan las facultades de ordenar la suspensión de reembolsos a efectos de la estabilidad financiera transfronteriza, de comunicarlo previamente a otras ANC pertinentes, a la AEVM y a la JERS.

A(3) – Otras disposiciones acerca de la función de la AEVM en relación con la suspensión por las ANC de los reembolsos con consecuencias transfronterizas para la estabilidad financiera

Los cambios que proponga la Comisión a la legislación pertinente de la Unión deben incluir la obligación de la AEVM de garantizar que cumple una función general de facilitación, asesoría y coordinación, en relación con las facultades de las ANC de suspender reembolsos cuando haya consecuencias transfronterizas para la estabilidad financiera.

Recomendación B

Para la **recomendación B**, se especifican los siguientes criterios de cumplimiento.

Los cambios que proponga la Comisión a la legislación pertinente de la Unión deben incluir:

- a) conceder facultades a la AEVM para preparar y actualizar una lista de activos intrínsecamente menos líquidos, sobre la base del propio análisis de la AEVM, una vez tenidas en cuenta las opiniones de la JERS acerca de los asuntos macroprudenciales y las opiniones de la Autoridad Bancaria Europea y de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación acerca de asuntos de coherencia intersectorial. Al preparar esta lista, la AEVM debe considerar, como mínimo, los bienes inmuebles, los valores no cotizados, los préstamos y otros activos alternativos que parezcan ser intrínsecamente menos líquidos. El análisis debe tener en cuenta, entre otras cosas, el tiempo que llevaría liquidar esos activos en situaciones de estrés del mercado;
- b) la obligación de los GFIA de FIA abiertos cuyo objetivo sea invertir significativamente en activos incluidos en la lista de activos intrínsecamente menos líquidos del apartado B(a), de demostrar a las ANC su capacidad de mantener su estrategia de inversión en las condiciones de mercado previsibles. La evaluación debe incluir, entre otras cosas, políticas de reembolso a la medida, la aplicación de instrumentos alternativos de gestión de liquidez o los límites internos de los activos incluidos en la lista de activos intrínsecamente menos líquidos conforme al apartado B(a). De usarse límites internos, deben comunicarse a las ANC en el momento de la creación de los fondos pertinentes, y posteriormente cuando los límites cambien. También debe informarse a los inversores sobre la base de las directrices que adopte la AEVM;
- c) la discrecionalidad de imponer disposiciones transitorias a los GFIA de FIA abiertos en las que se especifique el tiempo permitido para cumplir la legislación cuando se añadan activos a la lista de activos intrínsecamente menos líquidos conforme al apartado B(a) y cuando se infrinjan los límites internos, si procede, para evitar efectos perjudiciales no deseados.

Recomendación C

Para la **recomendación C**, se especifican los siguientes criterios de cumplimiento.

Las directrices que adopte la AEVM sobre las pruebas de resistencia de liquidez deben incluir, entre otras cosas:

- a) el diseño de escenarios de pruebas de resistencia de liquidez;
- b) la política de pruebas de resistencia de liquidez, incluido el uso interno de los resultados de dichas pruebas;
- c) consideraciones sobre los activos y pasivos de los balances de los fondos de inversión; y
- d) los plazos y la frecuencia de ejecución de las pruebas de resistencia de liquidez por los fondos.

Dichas directrices deben basarse en los requisitos de las pruebas de resistencia establecidos en la Directiva 2011/61/UE y en cómo realizan las pruebas de resistencia los participantes en el mercado.

Recomendación D

Para la **recomendación D**, se especifican los siguientes criterios de cumplimiento.

D(1)-Obligaciones de presentación de información de los OICVM y de las sociedades de gestión de OICVM

Los cambios que proponga la Comisión a la legislación pertinente de la Unión deben incluir obligaciones de presentación de información que cubran tanto datos específicos del gestor como del fondo y reflejen a la vez las particularidades de los OICVM. Los datos presentados deben permitir una vigilancia suficiente de las vulnerabilidades que puedan contribuir al riesgo sistémico, y deben comprender como mínimo:

- a) el valor de los activos gestionados por todos los OICVM gestionados por una sociedad gestora;
- b) los instrumentos negociados y las exposiciones individuales;

- c) la estrategia de inversión;
- d) la exposición y el apalancamiento globales;
- e) las pruebas de resistencia;
- f) técnicas eficientes de gestión de cartera;
- g) los activos de garantía y el riesgo de contraparte;
- h) el riesgo de liquidez;
- i) el riesgo de crédito, y
- j) los volúmenes de negociación.

La Comisión debe proponer, cuando proceda, la armonización de los requisitos generales de presentación de información de los fondos de inversión y sus gestores, en concreto, entre las obligaciones de presentación de información de los OICVM y las medidas ya aplicadas para la presentación de información en virtud de la Directiva 2011/61/UE. A este respecto, la Comisión debe tener en cuenta también los requisitos de presentación de información del Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo ⁽¹⁾. Esta armonización debe permitir el uso de las plataformas de información existentes, conseguir sinergias y evitar cargas indebidas para los gestores de activos.

Los cambios que proponga la Comisión a la legislación de la Unión deben incluir además una disposición que establezca que si la ANC del gestor del OICVM es diferente de la ANC del propio OICVM, el gestor del OICVM debe, previa solicitud, presentar también la información a la ANC del OICVM.

D(2)-Frecuencia y cobertura de las obligaciones de presentación de información de los OICVM y las sociedades de gestión de OICVM

Los cambios que proponga la Comisión a la legislación de la Unión deben incluir los siguientes requisitos:

- a) que los datos mencionados en la recomendación D(1) se presenten como mínimo trimestralmente a fin de permitir una vigilancia eficaz de los riesgos para la estabilidad financiera a la vez que se aborda la proporcionalidad en relación con las entidades con obligación de informar;
- b) que, cuando se establezca el alcance de la presentación de información, se tengan en cuenta el total de activos gestionados por la sociedad de gestión y los activos gestionados por los fondos de OICVM individuales, garantizado así que una parte suficiente del sector esté cubierta por la presentación de información, a fin de hacer frente a los riesgos para la estabilidad financiera.

D(3) – Presentación e intercambio de información de forma armonizada

Los cambios que proponga la Comisión a la legislación de la Unión deben incluir la obligación de que la información mencionada en la recomendación D(1) se ponga a disposición de las ANC de otros Estados miembros pertinentes, la AEVM y la JERS, a fin de garantizar la armonización de la presentación de información de los OICVM con las prácticas de intercambio de información de la Directiva 2011/61/UE. En este contexto, la Comisión también debe tener en cuenta los requisitos de presentación de información del Reglamento (UE) 2017/1131.

Recomendación E

Para la **recomendación E**, se especifican los siguientes criterios de cumplimiento.

E(1)-Evaluación del riesgo sistémico asociado al apalancamiento

Las directrices que adopte la AEVM deben incluir:

- a) un conjunto de indicadores mínimo común a tener en cuenta por las ANC en su evaluación;
- b) instrucciones para calcular los indicadores a que se refiere el apartado E(1)(a) sobre la base de la presentación de datos con arreglo al artículo 24 de la Directiva 2011/61/UE, y
- c) descripciones cualitativas y, cuando sea posible, cuantitativas, de la interpretación de los indicadores en el contexto del marco de la evaluación.

⁽¹⁾ Reglamento (UE) n.º 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre los fondos del mercado monetario (DO L 169 de 30.6.2017, p. 8).

El conjunto de indicadores común mencionado en el apartado E(1)(a) debe:

- (1) facilitar la evaluación del nivel, la fuente y los diferentes usos del apalancamiento;
- (2) facilitar la evaluación de los principales canales a través de los cuales puede materializarse el riesgo sistémico, es decir, las ventas forzadas, los contagios directos de instituciones financieras y la interrupción de la intermediación financiera, y
- (3) ser operativo y suficiente para que las ANC informen a la AEVM, en conexión con su asesoría en virtud del artículo 25, apartado 6, de la Directiva 2011/61/UE, y los principios establecidos en el artículo 112 del Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión ⁽¹⁾, sobre si se han cumplido las condiciones para imponer límites de apalancamiento u otras restricciones a la gestión de los FIA.

E(2)-Límites de apalancamiento macroprudenciales

Las directrices que adopte la AEVM deben incluir:

- a) una descripción de los distintos tipos de límites de apalancamiento, incluida una evaluación de su eficacia y eficiencia para reducir un apalancamiento excesivo;
- b) un conjunto de principios a tener en cuenta por las ANC cuando calibren los límites de apalancamiento. Como mínimo estos principios deben incluir todo lo siguiente: i) una declaración de que los límites de apalancamiento se basan en las medidas de apalancamiento establecidas en la Directiva 2011/61/UE, ii) los criterios de aplicación de los límites de apalancamiento, y iii) los principios relativos a la revisión periódica de los límites de apalancamiento;
- c) un conjunto de principios a tener en cuenta por las ANC cuando consideren la imposición de límites de apalancamiento, que cubra como mínimo todo lo siguiente: i) los principios para un enfoque equilibrado entre la fijación de límites basada en normas y la discrecional; ii) los principios relativos a la interacción con otras medidas, y iii) los principios para la coordinación entre las autoridades de la Unión.

E(3) – Procedimiento de notificación

Las directrices que adopte la AEVM deben permitir a las ANC que efectúen la notificación a la AEVM, la JERS y otras ANC pertinentes. En particular, estas directrices deben incluir, entre otras cosas, un procedimiento de trabajo eficiente y plantillas para las cartas de notificación y las obligaciones de información sobre la evaluación por las ANC de la necesidad de aplicar medidas macroprudenciales de conformidad con el artículo 25, apartado 3, de la Directiva 2011/61/UE.

E(4)-Análisis comparativo

La AEVM debe compartir anualmente con las autoridades macroprudenciales nacionales y la JERS:

- a) los resultados, si los hubiere, de su análisis comparativo;
- b) las prácticas, si las hubiere, en relación con el uso de los límites de apalancamiento y la imposición de otras restricciones a la gestión de FIA, usando información recibida de las ANC de conformidad con el artículo 25, apartado 3, de la Directiva 2011/61/UE.

⁽¹⁾ Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión, de 19 diciembre de 2012, por el que se complementa la Directiva (UE) 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión (DO L 83 de 22.3.2013, p. 1).

ANEXO II

JUSTIFICACIÓN ECONÓMICA Y EVALUACIÓN

ÍNDICE DE CONTENIDOS

	Página
Lista de abreviaturas	12
I. Introducción	13
II. Recomendación de la JERS sobre los riesgos de liquidez y de apalancamiento en los fondos de inversión	17
II.1 Recomendación A – Instrumentos de gestión de la liquidez para el reembolso	17
II.1.1 Justificación económica y efectos perseguidos	17
Recomendación A(1) – Disponibilidad de instrumentos adicionales de gestión de la liquidez	17
Recomendaciones A(2) y A(3) – Otras disposiciones sobre el papel de las ANC y la AEVM en relación con la suspensión de los reembolsos por las ANC con repercusiones transfronterizas para la estabilidad financiera.	21
II.1.2 Efectos no deseados	22
II.2 Recomendación B – Disposiciones adicionales para reducir la probabilidad de desajustes excesivos de liquidez	22
II.2.1 Justificación económica y efectos perseguidos	22
II.2.2 Efectos no deseados	30
II.3 Recomendación C – Pruebas de resistencia	31
II.3.1 Justificación económica y efectos perseguidos	31
II.3.2 Efectos no deseados	34
II.4 Recomendación D – Presentación de información de los OICVM	35
II.4.1 Justificación económica y efectos perseguidos	35
Recomendación D(1)-Obligaciones de información de los OICVM y de las sociedades de gestión de OICVM	35
Recomendación D(2)-Frecuencia y cobertura de las obligaciones de información para los OICVM y las sociedades de gestión de OICVM	38
Recomendación D(3)-Presentar y compartir información de forma armonizada	39
II.4.2 Efectos no deseados	39
II.5 Recomendación E – Directrices sobre el artículo 25 de la Directiva 2011/61/UE	40
II.5.1 Justificación económica y efectos perseguidos	40
Recomendación E(1)-Evaluación del riesgo sistémico asociado al apalancamiento	40
Recomendación E(2)-Límites macroprudenciales de apalancamiento	45
Recomendación E(3) – Procedimiento de notificación	48
Recomendación E(4) – Análisis comparativo	48
II.5.2 Efectos no deseados	48
Referencias	49
Apéndice	52

Lista de abreviaturas

ABE	Autoridad Bancaria Europea
BCE	Banco Central Europeo
EEE	Espacio Económico Europeo
AEVM	Autoridad Europea de Valores y Mercados
a-LMT	additional liquidity management tools
ANC	Autoridad nacional competente
AuM	assets under management
CLMT	countercyclical liquidity management tool
CRE	commercial real estate
DCV	Depositorio central de valores
CREV	Comité de Reguladores Europeos de Valores
EUR	Euro
FIA	Fondo de inversión alternativo
FILPE	Fondos de inversión a largo plazo europeos
FMM	Fondo del mercado monetario
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board)
FVP	fair value pricing
GFIA	Gestor de un fondo de inversión alternativo
IIC	Institución de inversión colectiva
ITS	Normas técnicas de ejecución
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
NAV	Valor liquidativo (NAV, <i>net asset value</i>)
OICV	Organización Internacional de Comisiones de Valores
OICVM	Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios
OTC	Mercado extrabursátil (<i>over-the-counter</i>)
RTS	Normas técnicas de regulación
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC	Securities and Exchange Commission (Comisión del Mercado de Valores estadounidense)
UE	Unión Europea
VaR	Valor en riesgo

Este anexo ofrece material explicativo sobre las recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) para facilitar su aplicación en la UE. En particular, se analiza detalladamente cada recomendación y se expone su justificación económica y su evaluación, incluidos sus posibles efectos deseados y no deseados y las posibles repercusiones de mercado. Para el análisis, se han utilizado ampliamente documentos de investigación y de política, reglamentaciones nacionales y los resultados de los estudios de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), la JERS y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) (por ejemplo, sobre la disponibilidad y el uso de instrumentos de gestión de la liquidez, sobre el uso del apalancamiento de los fondos con arreglo a la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo⁽¹⁾ y la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo⁽²⁾ y sobre las prácticas de los gestores de fondos en relación con las pruebas de resistencia).

I. Introducción

Consideraciones estructurales

El sector de los fondos de inversión de la Unión ha crecido considerablemente durante los últimos años. Desde 2008, los activos totales netos de los fondos de inversión de la UE se han duplicado con creces, pasando de 6,2 a 15,3 billones de euros en el tercer trimestre de 2017.⁽³⁾ Hay que resaltar también que en este mismo período, los fondos de inversión alternativos (FIA) europeos se han triplicado también con creces, pasando de 1,6 a 5,8 billones de euros.⁽⁴⁾ A medida que el sector de los fondos de inversión representa una parte mayor del mercado financiero, resulta más pertinente gestionar el riesgo sistémico del sector.

Los fondos de inversión muestran un abanico particularmente amplio de posibles comportamientos como reacción frente a las tensiones en los mercados. Los fondos de inversión son uno de los diversos tipos de inversores en los mercados financieros, junto a las entidades de crédito, las empresas de seguros, los fondos de pensiones, los inversores minoristas, las oficinas familiares, los fondos soberanos de inversión y los intermediarios de diversa naturaleza, cada uno de ellos con sus características de comportamiento particulares. Un rasgo específico de los fondos de inversión es que captan fondos de una amplia gama de inversores finales y canalizan dicha inversión hacia los mercados a través de una estructura de inversión colectiva. Esta característica, unida al hecho de que la mayoría de los fondos de inversión son «de capital variable» (es decir, los inversores finales pueden retirar su inversión en el fondo antes del vencimiento de los activos subyacentes), supone que en situaciones de tensión en los mercados, los fondos de inversión muestran un abanico especialmente amplio de posibles comportamientos. Una importante posibilidad es que, en respuesta a las tensiones del mercado y la consiguiente reacción de los inversores solicitando el reembolso, un fondo de inversión o un subsector de un fondo pueden vender un volumen significativo de activos en un mercado a la baja, reforzando así las perturbaciones del mercado y favoreciendo la inestabilidad financiera.

Los fondos de inversión tienden a mantener su estrategia de inversión ante perturbaciones del mercado. Con la excepción de algunos FIA, los fondos de inversión suelen tener bajos niveles de apalancamiento.⁽⁵⁾ En este caso, los fondos que no sufren presiones de reembolso tienden a mantener sus activos y pueden incluso tratar de aprovechar la oportunidad para comprar activos al caer los precios, provocando así un efecto anticíclico.

Fuentes de riesgo

La razón principal por la que los fondos pueden actuar de modo diferente y vender en un mercado a la baja durante una perturbación del mercado es que se produzca un nivel inesperadamente alto de solicitudes de reembolso. Aunque esta no ha sido la pauta históricamente, sí se han producido en algunos casos altos niveles de solicitudes de reembolso en momentos de tensiones en los mercados. Por otra parte, la pauta de comportamiento anterior de un fondo de inversión no implica necesariamente que este haya de ser su comportamiento futuro. Por este motivo, no podemos tener la certeza de que estos casos de alto nivel de solicitudes de reembolso continúen siendo raros o aislados. Una razón por la que pueden producirse altos niveles de solicitudes de reembolso en momentos de tensiones en los mercados es el hecho de que los fondos de inversión no actúan meramente como vehículos para inversiones desapalancadas en renta variable a largo plazo. Por el contrario, los fondos son también utilizados en ocasiones por inversores con perspectivas más a corto plazo, cuya proporción puede variar significativamente, dependiendo de otras influencias que operen en el mercado. Esto hace posible en este sector un riesgo sistémico significativamente más elevado que el que existiría si solo se produjeran niveles elevados de solicitudes de reembolso en casos raros o aislados. A medida que crece el sector, este hecho se convierte, a su vez, en un factor más importante del riesgo sistémico global.

⁽¹⁾ 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 (OICVM) (DO L 302 de 17.11.2009, p. 32).

⁽²⁾ Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010 (DO L 174 de 1.7.2011, p. 1).

⁽³⁾ «Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017», European Fund and Asset Management Association, diciembre de 2017.

⁽⁴⁾ Los FIA se han clasificado desde 2014 de acuerdo con la definición regulatoria de la Directiva 2011/61/UE. Desde ese momento, los activos netos han aumentado más un 25 %.

⁽⁵⁾ Junta Europea de Riesgo Sistémico, «EU Shadow Banking Monitor», n.º 2, mayo de 2017.

La segunda mayor fuente de riesgo sistémico es la existencia de incentivos para sacrificar liquidez en beneficio de la rentabilidad o para aumentar el apalancamiento con el fin de ofrecer una rentabilidad más atractiva a los inversores. Cuanto más apalancado está un fondo de inversión, menos probable es que muestre capacidad de resistencia en períodos de tensiones en los mercados. Por otra parte, cuanto más sacrifique liquidez en beneficio de la rentabilidad, peor situado podrá estar para hacer frente de forma ordenada a los picos de solicitudes de reembolso. Este comportamiento puede verse exacerbado si el juego entre liquidez y rentabilidad no resulta claro para los inversores potenciales, bien porque los activos invertidos parezcan ser líquidos, aunque la liquidez no tenga capacidad de resistencia, bien porque el apalancamiento esté integrado en instrumentos derivados y su escala no sea transparente.

La tercera fuente de riesgo sistémico es el modo de funcionamiento del mecanismo de reembolso. Los fondos de inversión de capital variable pueden otorgar ventaja a quienes solicitan el reembolso antes que los demás partícipes (la «ventaja del que mueve primero»), debido a que no corren con todo el coste del reembolso anticipado, el cual se transfiere a los titulares de las participaciones restantes del fondo. Los gestores de fondos se enfrentan también a problemas de reputación que pueden hacerles reacios a suspender los reembolsos aun cuando ello redunde en interés de los inversores, sin dejar de buscar también un equilibrio entre ofrecer liquidez a los inversores que han solicitado el reembolso en tanto exista liquidez en el fondo y determinar qué circunstancias son suficientemente excepcionales para justificar su suspensión.

La cuarta fuente de riesgo sistémico es que el funcionamiento del mecanismo de reembolso depende de la liquidez del mercado. En muchos de los instrumentos en los que invierte el fondo de inversión, la liquidez ha dependido tradicionalmente de los creadores de mercado y ha sido variable en el tiempo y entre los distintos instrumentos. Los últimos acontecimientos, como las reducciones de la volatilidad, la mayor utilización del comercio electrónico, la fragmentación de las fuentes de liquidez y la menor tenencia de activos por parte de creadores de mercado tradicionales como las entidades de crédito y los corredores de valores, así como factores cíclicos como la política monetaria, indican que la estructura de la provisión de liquidez puede cambiar a lo largo del tiempo (aunque las investigaciones no han encontrado aún pruebas concluyentes de la existencia de menor liquidez en este momento). Estos cambios pueden afectar al grado de solidez de la provisión de liquidez cuando los mercados experimenten tensiones. La importancia de estos cambios en la estructura de liquidez es difícil de prever, por lo que los fondos de inversión pueden verse expuestos a niveles de liquidez con menor capacidad de resistencia que la esperada.

Hay importantes interacciones entre las características de apalancamiento, de liquidez y de reembolso de los fondos de inversión. Los fondos de inversión apalancados que experimentan mayores ajustes de márgenes, retiradas de financiación o mayores recortes de valoración pueden realizar ajustes rápidos si tienen activos susceptibles de liquidarse rápidamente. Si, por el contrario, un fondo muy apalancado tiene menor cantidad de activos líquidos y está sujeto a posibles reembolsos o cambios en las condiciones de crédito a corto plazo, puede tener que vender activos rápidamente en mercados menos líquidos (con descuento) para cumplir sus obligaciones. Aunque los fondos de inversión pueden ser capaces de suspender los reembolsos en interés de los inversores en caso de ajustes de márgenes, tendrán que obtener efectivo rápidamente a través de financiación urgente o venta de activos para evitar la liquidación, que podría generar un importante riesgo de contraparte y afectaría en gran medida a los precios de los activos.

Los bancos centrales y los reguladores de mercados y de valores han manifestado su preocupación por la posibilidad de que los fondos de inversión amplifiquen los riesgos sistémicos.⁽¹⁾ A escala mundial, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) ha constatado que los desajustes de liquidez y el uso del apalancamiento de los fondos de inversión pueden generar importantes vulnerabilidades estructurales en el sector de la gestión de fondos. En consecuencia, el FSB ha resaltado la importancia de analizar y corregir estas posibles vulnerabilidades estructurales con el fin de evitar riesgos para la estabilidad financiera. El FSB recomienda, por ejemplo, que las autoridades supervisen el uso del apalancamiento por parte de los fondos y adopten las medidas pertinentes.⁽²⁾

⁽¹⁾ Véase Bank of England, «Financial Stability Report – December 2015»; AEVM, «Report on Trends, Risks and Vulnerabilities» n.º 2, 2015; BCE, «Financial Stability Review», mayo de 2016; Financial Stability Oversight Council, «Update on Review of Asset Management Products and Activities», abril de 2016; discurso de Vítor Constâncio, «Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union», abril de 2016; discurso de Steven Maijoor, «Measuring and assessing stability risks in financial markets», mayo de 2015; y discurso de Mary Jo White, «Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry», diciembre de 2014.

⁽²⁾ «Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities», Consejo de Estabilidad Financiera, enero de 2017.

Marco regulatorio actual de la liquidez y el apalancamiento de los fondos de inversión

El marco regulatorio europeo en materia de gestión de la liquidez y el apalancamiento de los fondos de inversión está integrado por las directivas 2009/65/CE y 2011/61/UE. Esta normativa regula cómo deben gestionar los fondos de inversión en Europa sus posiciones de liquidez y de apalancamiento y constituye el punto de partida para evaluar los riesgos sistémicos por desajustes de liquidez y por el uso del apalancamiento en los fondos de inversión.

Los OICVM son fondos de inversión fuertemente regulados. Los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) son fondos de inversión que invierten en activos admisibles, como depósitos en efectivo y equivalentes de efectivo, valores de renta fija y de renta variable, instrumentos del mercado monetario y otros fondos de inversión (véase el recuadro 1a). Teóricamente, los OICVM son menos propensos a los desajustes de liquidez, pues tanto sus activos como sus pasivos se negocian, en principio, a corto plazo. Solo pueden invertir en valores transferibles u otros activos financieros líquidos cuyas normas de admisibilidad están detalladas en una Directiva específica.⁽¹⁾ Los OICVM están obligados (a riesgo de ser objeto de suspensión) a reembolsar la participación de los inversores al recibir su solicitud: esto significa que deben permitir reembolsos al menos dos veces al mes, aunque muchos OICVM permiten realizarlos diaria o semanalmente. En materia de apalancamiento, los OICVM operan dentro de unos límites reglamentarios. Solo pueden utilizar el apalancamiento financiero mediante préstamos en efectivo no garantizados hasta un 10 % de sus activos y con la condición de que el endeudamiento sea exclusivamente temporal (véase el recuadro 1b). En consecuencia, los OICVM pueden apalancarse hasta un máximo de 2,1 veces su valor liquidativo mediante operaciones de financiación de préstamo en efectivo o valores y derivados.

Los FIA son fondos de inversión autorizados para invertir en activos similares a los de los OICVM pero no están sujetos a restricciones tan detalladas en materia de diversificación, liquidez y apalancamiento. Los FIA pueden invertir también en instrumentos financieros no admisibles para los OICVM, como los de capital inversión, capital riesgo, inmuebles, mercancías físicas y otros activos alternativos. No obstante, los gestores deben establecer procedimientos de gestión de la liquidez si gestionan FIA de capital variable o FIA de capital fijo apalancados. Esto incluye alinear la estrategia de inversión del fondo, su perfil de liquidez y su política de reembolso, así como establecer adecuados límites de gestión de liquidez y pruebas de resistencia (véase el recuadro 1a). Hay que resaltar que los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) que operan por debajo de ciertos límites⁽²⁾ pueden no estar sujetos a los mismos requisitos, en cuyo caso no podrán beneficiarse del pasaporte disponible al amparo de la Directiva 2011/61/UE para comercializar en otros países de la Unión. En materia de apalancamiento, los FIA operan sin ningún límite reglamentario. Solo están obligados a comunicar su uso del apalancamiento (véase el recuadro 1b).

Recuadro 1a: Marco regulatorio actual de la liquidez de los fondos de inversión

Directiva 2009/65/CE-OICVM

Frecuencia de las operaciones. Los OICVM deben ofrecer mecanismos para recomprar o reembolsar las participaciones a solicitud de los inversores en los fondos. Esto significa que deben admitir solicitudes de reembolso al menos dos veces al mes⁽³⁾, aunque muchos de ellos las admiten diaria o semanalmente.⁽⁴⁾

Procedimientos operativos. La Directiva 2009/65/CE no especifica los procedimientos operativos que deben seguir los OICVM. En la práctica, se fijará un plazo límite de recepción de las solicitudes antes del momento de la valoración, que podrá ser horas o días después. Los OICVM pagarán también normalmente el importe del reembolso con arreglo a los procedimientos de liquidación detallados en la documentación del fondo, que pueden especificar un plazo de tres a cinco días tras el momento de la valoración.⁽⁵⁾ De acuerdo con estos procedimientos operativos, hay un período de tiempo entre el límite para la recepción de solicitudes y el plazo de pago del importe del reembolso. Este período permite, si es preciso, a la sociedad gestora del OICVM vender inversiones y generar efectivo para pagar los importes del reembolso.

⁽¹⁾ Directiva 2007/16/CE de la Comisión, de 19 de marzo de 2007, que establece disposiciones de aplicación de la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) en lo que se refiere a la aclaración de determinadas definiciones (DO L 79 de 20.3.2007, p. 11).

⁽²⁾ Los GFIA que gestionan FIA con activos totales inferiores a 100 millones de euros o inferiores a 500 millones de euros pero no «apalancados» y sin derechos de reembolso durante un período de cinco años desde la fecha de la inversión inicial en cada fondo.

⁽³⁾ Las ANC pueden permitir a los OICVM reducir la frecuencia a una vez al mes «siempre que esta excepción no perjudique los intereses de los partícipes». No obstante, esta opción no se ha transpuesto aún a la legislación nacional de todos los Estados miembros.

⁽⁴⁾ Véase, por ejemplo, el artículo 76 de la Directiva 2009/65/CE.

⁽⁵⁾ Los fondos del mercado monetario de valor liquidativo constante pueden ofrecer la liquidación en el mismo día.

Activos admitidos Los OICVM están sujetos a normas detalladas sobre admisibilidad de los activos que los obligan a invertir principalmente en activos líquidos, como valores mobiliarios e instrumentos del mercado monetario líquidos cotizados; instrumentos derivados negociados y depósitos bancarios reembolsables a solicitud o con derecho de retirada y vencimiento no superior a 12 meses ⁽¹⁾. Para reforzar la liquidez, se establecen criterios relativos a los mercados en los que deben cotizar o negociarse los activos. ⁽²⁾

Diligencia debida previa a la inversión. Antes de realizar una inversión, la sociedad gestora del OICVM debe analizar, entre otras cosas, la contribución de la inversión a la composición, la liquidez y el perfil de riesgos y de remuneración de las carteras. ⁽³⁾

Gestión de riesgos. En el marco de sus procesos de gestión de riesgos, la sociedad gestora del OICVM debe seguir un procedimiento adecuado de gestión del riesgo de liquidez para asegurar que los OICVM que gestione pueden cumplir en todas las situaciones previsibles, incluidas las de tensiones, su obligación de reembolsar las participaciones a solicitud de sus titulares. Cuando así proceda, la sociedad gestora debe realizar pruebas de resistencia para evaluar el riesgo de liquidez de los OICVM en situaciones excepcionales. ⁽⁴⁾

Compensación de suscripciones y reembolsos. Si un fondo OICVM recibe órdenes de suscripción y de reembolso de participaciones para el mismo día de negociación, emparejará las operaciones y utilizará las cantidades obtenidas de la suscripción para pagar la totalidad o parte de los solicitudes de reembolso. Esto elimina o reduce la necesidad de vender inversiones subyacentes para generar efectivo con el que pagar a los inversores que solicitan el reembolso.

Directiva 2011/61/UE – DGFIA

Procedimientos operativos. Al igual que en el caso de los OICVM, la Directiva 2011/61/UE no especifica los procedimientos operativos aplicables a los FIA. Los gestores de fondos de inversión alternativos deberán diseñar procedimientos operativos adecuados para el FIA gestionado y que le proporcionen tiempo suficiente para vender inversiones y generar efectivo para pagar los importes del reembolso.

Gestión de riesgos. El artículo 15 de la Directiva 2011/61/UE contiene disposiciones similares a las que regulan la diligencia debida previa a la inversión en la Directiva 2009/65/CE (anteriormente explicada). Este artículo impone la obligación, en el marco del sistema de gestión del riesgo, de determinar, medir, gestionar y controlar adecuadamente de forma continuada los riesgos a los que esté o pueda estar expuesto cada FIA, incluido el uso de procedimientos adecuados de pruebas de resistencia. La Directiva 2011/61/UE obliga también a los GFIA a garantizar la coherencia de estrategia de inversión, el perfil de liquidez y la política de reembolso de los FIA que gestione. ⁽⁵⁾ El GFIA debe utilizar un sistema adecuado de gestión de la liquidez para controlar el riesgo de liquidez del FIA y asegurar que el perfil de liquidez de las inversiones del FIA se ajuste a sus obligaciones subyacentes. Debe realizar también periódicamente pruebas de resistencia en condiciones de liquidez normales y excepcionales para evaluar y controlar el riesgo de liquidez del FIA. ⁽⁶⁾ Estas obligaciones están suplementadas por las normas detalladas de Nivel 2 sobre gestión de la liquidez. ⁽⁷⁾

Compensación de suscripciones y reembolsos. Al igual que en el caso de los OICVM, el GFIA puede compensar las órdenes de suscripción y de reembolso en los FIA de capital variable.

⁽¹⁾ Los fondos del mercado monetario están sujetos a normas detalladas adicionales, ya estén constituidos como OICVM o FIA (por ejemplo, normas sobre cartera referentes a activos con vencimiento diario y semanal). Véase el Reglamento (UE) n.º 2017/1131.

⁽²⁾ La admisión a negociación, en cualquier caso, no garantiza la liquidez. No obstante, un fondo OICVM puede basarse en dicha admisión a negociación, a menos que conozca o deba conocer circunstancias que indiquen que un determinado activo no es líquido. En tal caso, el OICVM debe evaluar la liquidez del valor para determinar si su inclusión en la cartera pondría en peligro la liquidez de la misma.

⁽³⁾ Véase, por ejemplo, el artículo 23, apartado 4, de la Directiva 2010/43/UE de la Comisión de 1 de julio de 2010 por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión (DO L 176 de 10.7.2010, p. 42).

⁽⁴⁾ Véase, por ejemplo, el artículo 40, apartado 3 de la Directiva 2010/43/UE.

⁽⁵⁾ Véase, por ejemplo, el artículo 16, apartado 2 de la Directiva 2011/61/UE.

⁽⁶⁾ Véase, por ejemplo, el artículo 16, apartado 1 de la Directiva 2011/61/UE.

⁽⁷⁾ Véanse, por ejemplo, los artículos 46 al 49 del Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión de 19 de diciembre de 2012 por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión (DO L 83 de 22.3.2013, p. 1).

Recuadro 1b: Marco regulatorio actual del apalancamiento de los fondos de inversión**Directiva 2009/65/CE-OICVM**

Préstamos. Los OICVM pueden utilizar apalancamiento financiero mediante la toma de préstamos hasta un máximo del 10 % de su activo, siempre que el endeudamiento sea temporal. Este endeudamiento podrá utilizarse si existe un desajuste temporal de flujos de efectivo; por ejemplo, si hay que pagar importes por reembolso antes de recibir las cantidades derivadas de la venta de inversiones.

Uso del apalancamiento sintético. En relación con el uso del apalancamiento sintético a través de exposiciones a derivados, los OICVM pueden crear exposiciones sintéticas (calculadas con arreglo a su planteamiento de compromisos) hasta un importe equivalente a su valor liquidativo total. En consecuencia, los OICVM pueden apalancarse hasta un máximo de 2,1 veces su valor liquidativo mediante endeudamiento y derivados. De acuerdo con la Directiva 2009/65/CE, las ANC pueden permitir también a los OICVM calcular su exposición global empleando un método de valor en riesgo (VaR) u otras metodologías avanzadas de medición de riesgos, en lugar del método de los compromisos. Para estos fondos, el uso del apalancamiento solo está restringido indirectamente por las limitaciones al riesgo de mercado del fondo, como se explica en las directrices de Nivel 3 del Comité de responsables europeos de reglamentación de valores (CRERV).⁽¹⁾ Por tanto, los fondos que utilizan el método del VaR *absoluto* están limitados a una cifra del VaR absoluto que no exceda del 20 % del valor liquidativo (en un período de 20 días). Por su parte, los fondos que aplican el método del VaR relativo están limitados a no exceder del doble del riesgo de pérdida con un determinado modelo de VaR de una cartera similar, pero desapalancada. Es importante señalar que estos métodos del VaR permiten un apalancamiento notablemente más alto que el método de los compromisos, dependiendo de la volatilidad de los activos subyacentes. Las respuestas a la encuesta de 11 países de la Unión indican que el subgrupo de los fondos OICVM que aplican métodos de VaR para calcular la exposición global pueden representar entre el 27 % y el 50 % del sector de OICVM de la Unión en términos de valor liquidativo.

Directiva 2011/61/UE – DGFA

Préstamos y uso de apalancamiento sintético. Los FIA operan sin ningún tipo de límite reglamentario de apalancamiento. La Directiva 2011/61/UE solo obliga a estos fondos a comunicar su uso del apalancamiento. Sin perjuicio de ello, la Directiva permite a las autoridades competentes establecer límites al nivel de apalancamiento que pueden emplear los gestores de fondos en sus FIA, así como otras restricciones en materia de gestión de riesgos, con el fin de «limitar la incidencia del apalancamiento en la generación de un riesgo sistémico en el sistema financiero o de riesgos de perturbación de los mercados.» Hasta el momento, ninguna autoridad ha ejercitado esta facultad y no se ha desarrollado tampoco un marco para el conjunto de la UE que respalde la aplicación armonizada de requisitos macroprudenciales de apalancamiento.

II. Recomendación de la JERS sobre los riesgos de liquidez y de apalancamiento en los fondos de inversión**II.1 Recomendación A – Instrumentos de gestión de la liquidez para el reembolso****II.1.1 Justificación económica y efectos perseguidos****Recomendación A(1) – Disponibilidad de instrumentos adicionales de gestión de la liquidez**

El marco regulador de la Unión sobre la gestión de la liquidez de los fondos de inversión necesita una ampliación. Las disposiciones relativas a la gestión de la liquidez de las Directivas 2009/65/CE y 2011/61/UE han resultado, en general, adecuadas hasta este momento. No obstante, el crecimiento continuado del sector de los fondos de inversión, combinado con el aumento de su actividad de transformación de la liquidez, puede dar lugar a un incremento de los riesgos para la estabilidad financiera que es preciso corregir.

Unos instrumentos apropiados de gestión de la liquidez podrían suavizar los desajustes de liquidez que se producen en los OICVM y los FIA de capital variable, reduciendo así los riesgos para la estabilidad financiera en situaciones de tensiones de mercado. Los desajustes de liquidez son especialmente relevantes en los fondos de capital variable que ofrecen frecuentes oportunidades de reembolso pero invierten en activos que, en ciertos casos, no pueden venderse rápidamente sin una repercusión importante sobre su precio de mercado. Muchos fondos de capital variable ofrecen reembolsos diarios, pero no todos lo hacen. De acuerdo con las directivas 2009/65/CE y 2011/61/UE, los gestores de los fondos son responsables de determinar la frecuencia del reembolso (véase el recuadro 1a). Hay un conjunto de instrumentos adicionales de gestión de la liquidez que pueden ayudar a atenuar los riesgos de liquidez de los fondos de capital variable reduciendo la ventaja de solicitar el reembolso antes que los demás partícipes⁽²⁾ en situaciones de tensiones de mercado (*ex ante*) y en caso de producirse una espiral de liquidez (*ex post*).

⁽¹⁾ CESR, Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS, 28 de julio de 2010.

⁽²⁾ Véase una explicación más detallada del concepto en el apartado II.1 del anexo a la Recomendación JERS/2012/1 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 20 de diciembre de 2012, sobre fondos del mercado monetario (DO C 146 de 25.5.2013, p. 1).

Pueden utilizarse instrumentos *ex ante* para reducir la ventaja de solicitar el reembolso antes que los demás partícipes y atenuar el riesgo sistémico. Estos instrumentos pueden utilizarse, en principio, tanto en situaciones de normalidad como de tensiones de mercado. La finalidad de los instrumentos *ex ante*, como los ajustes de precio (*swing pricing*) y los recargos antidilución, es dar un trato justo al cliente, evitando que los inversores restantes queden en situación de desventaja por la actuación de los inversores que solicitan el reembolso. Esto debería eliminar los incentivos para los inversores de solicitar el reembolso antes que otros para beneficiarse de menores costes. No obstante, si los inversores están decididos a liquidar sus posiciones en el fondo, lo harán a pesar del coste que suponga. Estos instrumentos solo atenúan, por tanto, la ventaja de solicitar el reembolso antes que los demás, pero no necesariamente las presiones de venta en los mercados de activos subyacentes.

Los instrumentos *ex post* permiten a los gestores de fondos gestionar la liquidez del fondo de inversión controlando o limitando los flujos de salida. Estos instrumentos eximen normalmente a los gestores de la obligación de vender inmediatamente activos (a precios de mercado o por debajo de ellos) para hacer frente a las solicitudes de reembolso de los inversores y pueden actuar, por tanto, en cierta medida, como una especie de fusible capaz de evitar la aparición de una espiral de liquidez. Los instrumentos *ex post* suelen emplearse en situaciones de tensiones de mercado.

La disponibilidad y la aplicación de los instrumentos adicionales de gestión de la liquidez varían notablemente en los distintos países. Aunque las directivas 2009/65/CE y 2011/61/UE autorizan expresamente la suspensión de los reembolsos por el gestor del fondo o la ANC, la segunda de ellas no prevé ningún otro instrumentos adicional de gestión de la liquidez. Existen, por tanto, diferencias en la disponibilidad y en los procedimientos específicos que regulan el uso de estos instrumentos adicionales de gestión de la liquidez en los distintos países. Un estudio realizado por la OICV ⁽¹⁾ y otro estudio reciente sobre los Estados miembros de la Unión realizado por la AEVM ⁽²⁾ muestran que algunos Estados miembros disponen de un conjunto de instrumentos adicionales de gestión de la liquidez, como los ajustes de precio (*swing pricing*) y los recargos antidilución. No obstante, en la mayoría de los Estados miembros son menos los instrumentos disponibles.

Los instrumentos más habitualmente disponibles en los Estados miembros de la Unión son:

- comisiones de reembolso;
- limitaciones al reembolso o *redemption gates*;
- reembolso en especie;
- compartimentos especiales o *side pockets* dentro del fondo;
- suspensión de los reembolsos.

El único instrumento común a todos los países participantes es la suspensión de los reembolsos. A continuación, el siguiente instrumento más común es el reembolso en especie, disponible en 17 Estados miembros.

En la mayoría de los Estados miembros, los gestores de los fondos son los exclusivos responsables de la activación de los instrumentos de gestión de la liquidez, y los reguladores desempeñan únicamente un papel menor y no pueden activar estos instrumentos. Los gestores de los fondos no necesitan una autorización regulatoria para activar los instrumentos adicionales de gestión de la liquidez. Solo tres Estados miembros de la Unión exigen una autorización para algunos instrumentos, y únicamente uno la exige para hacer uso de la facultad de suspender los reembolsos. No obstante, los instrumentos de liquidez y las circunstancias en las que pueden utilizarse han de figurar normalmente en los documentos constitutivos del fondo de inversión, que están sujetos a la autorización de los Estados miembros de la UE. Los reguladores no están normalmente facultados para activar estos instrumentos. La excepción general a esta regla es la suspensión de los reembolsos, que el regulador puede imponer si la considera de interés público, lo que incluye también previsiblemente los factores de estabilidad financiera. En varios países, las ANC tienen la facultad de activar limitaciones al reembolso o *redemption gates*.

La disponibilidad de los instrumentos está limitada en algunos casos a ciertos tipos de fondos de inversión o a circunstancias extraordinarias. La opción de utilizar los instrumentos adicionales de gestión de la liquidez varía en condiciones normales. En algunos Estados miembros pueden emplearse ciertos instrumentos en situaciones ordinarias, normalmente a condición de que su posible uso haya sido previamente previsto en los documentos del fondo. En otros Estados miembros, el uso de ciertos instrumentos está restringido a circunstancias extraordinarias. En todos los Estados miembros, el uso de la facultad de suspender los reembolsos está exclusivamente restringido a circunstancias extraordinarias.

⁽¹⁾ El estudio de la OICV abarca los Estados miembros de la Unión y otros países. Este informe se centra en las respuestas de los 11 Estados miembros de la Unión participantes. Disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

⁽²⁾ Véase más información en el Cuadro A1 del apéndice.

Las orientaciones proporcionadas por los reguladores sobre el uso de los instrumentos adicionales de gestión de la liquidez son heterogéneas y difieren para cada instrumento concreto. No siempre se fija un plazo máximo de aplicación de la suspensión de los reembolsos, y tres Estados miembros no establecen ninguna directriz sobre el uso de esta facultad. En relación con los restantes instrumentos adicionales de gestión de la liquidez, raramente existen definiciones formales, aunque los Estados miembros suelen tener un concepto general de las mismas. En la mayoría de los casos, la legislación nacional no contiene disposiciones regulatorias específicas y las ANC no han dictado tampoco orientaciones sobre el uso de estos instrumentos.

El FSB ha identificado los desajustes de liquidez como una posible vulnerabilidad estructural de los fondos de inversión de capital variable y considera que los instrumentos de gestión del riesgo de liquidez deberían estar más generalmente disponibles. La disponibilidad de una variada gama de instrumentos de gestión de la liquidez *ex ante* y *ex post* en todos los Estados miembros mejoraría la capacidad de reaccionar frente a las situaciones de tensiones de liquidez y reduciría, por tanto, los riesgos para la estabilidad financiera. Las ANC y los gestores de los fondos de inversión indican también en sus respuestas a una consulta realizada por la Comisión que considerarían positiva una mayor disponibilidad de instrumentos de gestión de la liquidez. ⁽¹⁾

Los efectos transfronterizos resaltan la necesidad de un marco regulatorio más armonizado. Dado que los OICVM y los FIA invierten y operan a menudo de forma transfronteriza, la repercusión potencial de los problemas de liquidez no se circunscribe a los países en los que están domiciliados. Por el contrario, su contagio puede provocar espirales de liquidez con efectos transfronterizos. Debería estar disponible, por tanto, en toda la Unión un conjunto homogéneo de instrumentos de gestión de la liquidez. Esto proporcionaría a los fondos de inversión un conjunto común de instrumentos adicionales de gestión de la liquidez que los gestores de los fondos podrían evaluar y, cuando proceda, incluir en los documentos constitutivos de los fondos para atenuar los riesgos transfronterizos para la liquidez. Todos los FIA y OICVM deberían incluir ordinariamente en sus documentos constitutivos la facultad de suspender los reembolsos en situaciones de tensiones de mercado.

La recomendación trata de facilitar la activación de los instrumentos de gestión de la liquidez, además de aumentar su disponibilidad. Los gestores de los fondos pueden ser reacios a utilizar ciertos instrumentos de gestión de la liquidez por diversas razones, incluidas las preocupaciones por la reputación o el contagio, pues activar un instrumento puede provocar efectos de propagación a otros fondos de inversión gestionados por el mismo gestor. En algunos casos, pueden verse afectados incluso fondos gestionados por distintos gestores pero con carteras similares. Por tanto, la inclusión de instrumentos adicionales de gestión de la liquidez en los documentos constitutivos de un fondo de inversión puede no ser suficiente para reducir de forma efectiva los riesgos de liquidez asociados al fondo si el gestor es reacio a aplicarlos en la práctica. Los gestores de fondos deben asegurar, por tanto, la existencia de la capacidad operativa y la planificación de contingencias necesarias para activar en el momento preciso los instrumentos adicionales de gestión de la liquidez. Los folletos o la información precontractual facilitada a los inversores de los fondos de inversión deben describir, por tanto, todos los instrumentos adicionales de gestión de la liquidez incluidos en los documentos constitutivos del fondo, su finalidad y el modo en que se aplican. Esto permitirá a los inversores conocer con claridad estos instrumentos de uso no frecuente.

La finalidad de la recomendación es promover un enfoque coherente del uso de los instrumentos de gestión de la liquidez en todos los Estados miembros. Para garantizar la aplicación uniforme de los instrumentos adicionales de gestión de la liquidez en el conjunto de los Estados miembros, la propuesta legislativa debe obligar a la AEVM a elaborar directrices de alto nivel sobre la forma de aplicar estas medidas en el proceso de gestión de la liquidez de los fondos de inversión y los requisitos de transparencia y de comunicación de información que deben establecerse. Para conocer mejor los efectos de los instrumentos adicionales de gestión de la liquidez sobre la estabilidad financiera, la JERS podría colaborar con la AEVM en cuestiones macroprudenciales. Los gestores de fondos deberían comunicar a la ANC la aplicación y el uso de los instrumentos adicionales de gestión de la liquidez. Para evitar cargas excesivas de información sobre estas medidas en caso de uso habitual o constante, la comunicación de información puede comprender únicamente el uso de los instrumentos en situaciones de tensiones de mercado.

Los instrumentos de gestión de la liquidez *ex ante* pueden utilizarse para atenuar el incremento y los efectos del riesgo sistémico, mientras que los instrumentos *ex post* pueden activarse en situaciones de tensiones de mercado cuando los fondos de inversión se enfrentan a flujos de salida considerables. Ambos tipos de instrumentos pueden ayudar, por tanto, a hacer frente a los riesgos para la estabilidad financiera derivados de desajustes de liquidez en los fondos de inversión. Se recomienda, por tanto, que ambos tipos de instrumentos estén disponibles a escala de la Unión. En el recuadro 2 se exponen los distintos instrumentos, aunque algunos de ellos no serán siempre adecuados o necesarios para todos los tipos de fondos de inversión de capital variable.

⁽¹⁾ «Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments», disponible en http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm.

Recuadro 2: Instrumentos de gestión de la liquidez

Instrumentos de gestión de la liquidez ⁽¹⁾ *ex ante*/híbridos ⁽²⁾

Los ajustes de precio tienen por objeto proteger a los partícipes actuales del fondo de inversión frente a los efectos adversos sobre los precios causados por operaciones realizadas por otros inversores. Los ajustes de precio o *swing pricing* pueden emplearse para ajustar el precio de las participaciones de un fondo de inversión con el fin de contribuir al coste de las operaciones del fondo resultantes de la actividad de los inversores. ⁽³⁾ En la práctica, el valor liquidativo del fondo de inversión se ajusta a la baja (al alza) en caso de grandes flujos de salida (de entrada), de modo que los costes de transacción sean soportados por los inversores que compran o venden las participaciones y no por los inversores actuales. Estos cambios de precios, si son entendidos por los inversores, deberán incentivarles a ajustar sus decisiones de reembolso y de suscripción de modo que ayude a estabilizar los flujos netos de los fondos de inversión. Los ajustes de precio pueden aplicarse a todas las suscripciones y reembolsos de los inversores (ajuste total) o solo a aquellas que superen un cierto umbral (ajuste parcial). En caso de ajuste de precios parcial, se determinará un umbral de ajuste, de modo que cuando los flujos netos de salida excedan de dicho umbral, se ajustará a la baja el valor liquidativo del fondo, y viceversa. Los umbrales pueden ser variables, por lo que el mecanismo puede ajustarse en función de las condiciones de mercado y de liquidez, limitando así las estrategias optimizadoras de los inversores (es decir, impedir que los inversores prevean la aplicación del ajuste de precios y traten de aprovecharse de ello). En los casos de ajuste total, el valor liquidativo se ajusta continuamente dependiendo de la existencia de flujos netos de entrada o de salida. El ajuste de precios es un instrumento que puede influir de forma efectiva en las decisiones de reembolso y de suscripción de los inversores, estabilizar la rentabilidad de los fondos y reducir la probabilidad de que aparezcan ventajas de solicitar el reembolso antes que los demás partícipes y las correspondientes ventas forzadas. No obstante, los inversores que deciden salir de un fondo lo harán aunque ello conlleve un coste por el ajuste de precios. Dado que pueden existir varios valores liquidativos, el empleo del instrumento del ajuste de precios puede resultar bastante complejo y costoso y quedar fuera del alcance de los fondos de inversión de pequeño tamaño.

Del mismo modo, los recargos antidilución afectan a los inversores que pagan una cantidad adicional al fondo al suscribir o reembolsar las participaciones del fondo. Las suscripciones y los reembolsos que se producen en los fondos de inversión pueden afectar al valor del fondo, especialmente cuando las participaciones no se transfieren simplemente entre compradores y vendedores emparejados, sino que se produce un desequilibrio entre los compradores y los vendedores que obliga al gestor del fondo a comprar o vender activos subyacentes. Esto supone gastos de transacción, impuestos y costes de liquidez que afectan al valor liquidativo del fondo de inversión y provocan la dilución. El recargo antidilución cubre estos costes de negociación.

El ajuste de precios y los recargos antidilución desincentivan los comportamientos procíclicos, y los segundos incentivan además comportamientos anticíclicos. A diferencia del ajuste de precios, el recargo antidilución no incentiva a los inversores a actuar de forma contracíclica (es decir, a suscribir en fases de reembolsos), pues en ese caso los inversores no se benefician de los precios de venta o reembolso más favorables derivados del ajuste de precios. Ni los recargos antidilución ni el ajuste de precios generan costes adicionales para el fondo de inversión, solo cambian la forma en que se trasladan los costes a los inversores.

Instrumentos de gestión de la liquidez *ex post*

Las limitaciones al reembolso (reembolso aplazado) retrasan temporalmente los reembolsos. Las limitaciones al reembolso o *redemption gates* son un aplazamiento temporal del derecho de los partícipes a solicitar el reembolso de sus participaciones. El aplazamiento puede ser total, de modo que los inversores no pueden amortizar en absoluto sus participaciones, o parcial, lo que les permite amortizar únicamente una parte de ellas. Las limitaciones al reembolso pueden diseñarse también de modo que cuando las solicitudes de reembolso excedan de un cierto umbral (por ejemplo, el 10 % del valor liquidativo de un fondo de inversión que ofrece negociación diaria o semanal), la sociedad gestora del fondo

⁽¹⁾ Las pruebas de resistencia son un instrumento adicional de gestión de la liquidez, pues ponen a prueba las prácticas de gestión de la liquidez en supuestos de fuertes tensiones que pueden exponer a los fondos a problemas graves de liquidez. Este tema no se analiza aquí, dado que existe una recomendación específica sobre las pruebas de resistencia (véase la Recomendación C).

⁽²⁾ Dado que los ajustes en el valor liquidativo pueden realizarse *ex post*, los instrumentos pueden considerarse también híbridos, es decir, establecidos *ex ante* pero activados *ex post*.

⁽³⁾ El ajuste de precios es el mecanismo empleado por los fondos de precio único; los fondos de precio diferenciado tienen mecanismos similares que permiten al gestor del fondo determinar dónde debe fijarse el precio de negociación entre los precios a los que las unidades se crean y cancelan para asegurar que el coste de las operaciones del fondo sea soportado por los inversores que entran o salen, según proceda.

pueda decidir diferir al siguiente período de negociación las solicitudes que excedan de dicho umbral. En situaciones de tensiones de mercado, las limitaciones al reembolso ofrecen a los gestores de fondos más tiempo y flexibilidad para reaccionar frente a las solicitudes de reembolso de los inversores y realizar una venta ordenada de los activos subyacentes, lo que puede reducir el riesgo de ventas forzadas.

El reembolso en especie libera al gestor del fondo de la necesidad de liquidar grandes cantidades de activos en caso de reembolsos masivos. El gestor de un fondo puede decidir atender una solicitud de reembolso transfiriendo valores, en lugar de dinero en efectivo, al titular de las participaciones. Dado que una venta específica grande de activos puede generar importantes repercusiones de mercado, el reembolso en especie puede proteger a los inversores que permanecen en el fondo frente a los altos costes de liquidación que en otro caso podrían generarse. Este mecanismo puede ser adecuado para las solicitudes de reembolso de inversores institucionales. En cambio, resulta menos adecuada para los reembolsos a inversores minoristas, porque reembolsar en especie participaciones individuales del fondo puede no resultar posible o suponer fuertes costes operativos y de reputación. Aunque los inversores pueden vender los activos reembolsados en especie igual que los gestores de fondos, tendrían que internalizar los costes de dichas ventas, en lugar de compartirlos con todos los demás inversores del fondo. La repercusión sobre el mercado (y, por tanto, sobre la estabilidad financiera) puede, no obstante, ser la misma, con independencia de que sea el propio fondo o los inversores quienes vendan los activos subyacentes.

Los compartimentos especiales o «side pockets» permiten separar las inversiones ilíquidas de las restantes inversiones líquidas del fondo de inversión. Este método tiene dos ventajas. En primer lugar, los inversores que necesitan liquidez pueden seguir cobrando la parte líquida de las inversiones del fondo con, previsiblemente, escaso coste de liquidación. En segundo lugar, este método protege los intereses de los inversores que desean permanecer en el fondo de inversión, pues el gestor del fondo no está obligado a liquidar activos a precios de mercado o inferiores ante un elevado nivel de solicitudes de reembolso. Los compartimentos especiales son, por tanto, especialmente adecuados cuando los inversores del fondo tienen intereses divergentes; es decir, cuando algunos inversores desean permanecer en el fondo y otros desean amortizar sus participaciones. Las normas que regulan los supuestos en que pueden crearse compartimentos especiales difieren en los distintos Estados miembros.

Los plazos de preaviso proporcionan a los gestores de fondos flexibilidad adicional para gestionar su liquidez. El plazo de preaviso es el período de antelación que los inversores deben conceder a los gestores del fondo para reembolsar sus inversiones. Estos plazos suelen estar ya estipulados en los documentos constitutivos del fondo de inversión y proporcionan a los gestores más tiempo para atender las solicitudes de reembolso sin tener que vender inmediatamente los activos con descuento.

La suspensión del reembolso es un remedio de último recurso durante una crisis de liquidez. La suspensión funciona como un fusible y permite a los gestores del fondo disponer de más tiempo en situaciones de tensiones financieras para liquidar los activos de forma ordenada. En lugar de tener que tomar decisiones precipitadas y liquidar a cualquier precio, los gestores pueden tomarse más tiempo para encontrar la solución más conveniente. Este plazo adicional puede permitir también a los gestores de fondos y los supervisores comunicar mejor los motivos de las tensiones a los inversores para evitar reacciones de pánico. La suspensión se considera, por tanto, de forma general como un importante instrumento para gestionar reembolsos a gran escala durante una crisis. No obstante, las suspensiones pueden conllevar fuertes costes patrimoniales para los inversores, al impedirles liquidar en efectivo sus inversiones. Por otra parte, existen preocupaciones sobre la posibilidad de que los inversores más experimentados puedan predecir una suspensión de los reembolsos y traten de reembolsar sus participaciones antes que los demás (contradiciendo el objetivo inicial del instrumento, que es reducir la ventaja de solicitar el reembolso antes que el resto de los partícipes), lo que podría incluso desencadenar una fuga.

Recomendaciones A(2) y A(3) – Otras disposiciones sobre el papel de las ANC y la AEVM en relación con la suspensión de los reembolsos por las ANC con repercusiones transfronterizas para la estabilidad financiera.

La suspensión de los reembolsos es el único instrumento disponible en todos los Estados miembros. En principio, la decisión de suspender los reembolsos es principalmente una facultad discrecional del gestor del fondo (véase el recuadro 2). No obstante, también pueden acordarla las ANC en relación con los OICVM y los FIA para defender el interés de los titulares de las participaciones del fondo o el interés público.

Los gestores de los fondos no pueden suspender los reembolsos si no internalizan los efectos de los reembolsos a gran escala sobre la estabilidad del sistema financiero. Una fuga de un determinado fondo de inversión puede ser suficiente para causar un pánico general entre los inversores y desencadenar retiradas a gran escala de otros fondos. En consecuencia, los fondos de inversión pueden también verse sometidos a fuertes tensiones de liquidez y forzados a vender importantes cantidades de activos. Si el tamaño del fondo afectado es grande en relación con el mercado o el sector, pueden producirse reducciones considerables de los precios de los activos, dando lugar a una espiral a la baja. Por tanto, la prevención de las fugas y las consiguientes ventas forzadas a gran escala es de gran importancia para la estabilidad financiera global.

Los gestores de los fondos pueden no suspender los reembolsos por temor a los riesgos de reputación. Uno de los principales obstáculos para el uso de la suspensión de los reembolsos es su posible repercusión negativa para la reputación del gestor del fondo. La necesidad de la suspensión puede atribuirse fácilmente a una mala gestión de la liquidez por parte del gestor, lo que podría producir una pérdida duradera de confianza en su profesionalidad. Por ello, los gestores de los fondos pueden abstenerse de usar este instrumento aunque ello fuera beneficioso para todos los inversores del fondo. En otros casos, los gestores de fondos pueden decidir también no suspender los reembolsos si creen que no responde al interés superior de los inversores del fondo. En estos casos, si la suspensión está, no obstante, justificada desde el punto de vista macroprudencial, las ANC deben ejercitar sus facultades para exigir su aplicación.

Los mecanismos de pasaporte en la Unión Europea significan que deben asignarse a las ANC funciones y responsabilidades para ordenar suspensiones. Los regímenes de pasaporte permiten a las sociedades gestoras de FIA y OICVM comercializar participaciones de forma transfronteriza a inversores del EEE, así como realizar actividades de gestión transfronterizas. Si un fondo de inversión está establecido en un Estado miembro pero la sociedad gestora del OICVM o el GFIA están situados en otro, puede no estar claro cuál es la ANC encargada de gestionar la suspensión de los reembolsos o cuándo debe intervenir una autoridad con facultades de suspensión. La falta de responsabilidades claramente asignadas puede dar lugar a reacciones insuficientes o tardías en situaciones de tensiones y de cambios rápidos en el mercado. Las responsabilidades compartidas o asignadas a una autoridad menos informada pueden tener, por tanto, consecuencias negativas no deseadas. Para evitar esto se recomienda a la Comisión proponer que la legislación pertinente de la Unión aclare las funciones y responsabilidades de las ANC afectadas.

Otras autoridades relevantes, incluida la AEVM y la JERS, deben ser informadas antes de que la autoridad competente ejercite sus facultades de ordenar la suspensión de los reembolsos si hay implicaciones para la estabilidad financiera transfronteriza. Dado que el régimen de pasaporte permite comercializar fondos de forma transfronteriza en el EEE, ordenar la suspensión de los reembolsos puede afectar directamente a los inversores y los mercados de otras autoridades relevantes. Ordenar la suspensión de los reembolsos de un determinado fondo de inversión puede tener también, por tanto, consecuencias para los mercados financieros y la confianza de los inversores en otros países. Si no se informa a las autoridades pertinentes, estas reacciones de mercado pueden aparecer por sorpresa, impidiendo adoptar las medidas regulatorias oportunas. Para poder atenuar los posibles riesgos para la estabilidad financiera, se recomienda a la Comisión que proponga incluir en la legislación adecuada de la Unión europea la obligación de informar previamente a las autoridades pertinentes. Esta obligación debe formularse, en cualquier caso, de modo que no impida a las ANC actuar inmediatamente ante una crisis.

La AEVM debe tratar de proporcionar asesoramiento a las ANC y facilitar y coordinar su uso de las facultades de suspender los reembolsos si hay repercusiones para la estabilidad financiera transfronteriza. Teniendo en cuenta las características nacionales, la AEVM debería asumir una función de coordinación y asesoramiento para ofrecer a las ANC una igualdad de condiciones en el uso de sus facultades de suspender los reembolsos, con el objetivo de atenuar los riesgos para la estabilidad financiera. Esta función de coordinación debería incluir indicaciones sobre los aspectos prácticos que las ANC han de tener en cuenta al utilizar estas facultades. Por otra parte, en este momento no hay una definición homogénea y precisa del interés público. La AEVM debería promover un entendimiento común entre las ANC sobre la relación entre las disposiciones de las directivas 2009/65/CE y 2011/61/UE y la estabilidad financiera y el riesgo sistémico, sin hacer predecibles a los reguladores y generar un mayor riesgo moral. Estas disposiciones no solo facilitarían un enfoque más armonizado de la suspensión de los reembolsos, sino que respaldarán también la idea de que la suspensión debe convertirse en un instrumento funcional para ayudar a atenuar los riesgos para la estabilidad financiera.

II.1.2 Efectos no deseados

Existe el riesgo de que inversores institucionales bien informados puedan anticipar la activación de un determinado instrumento. Esto podría reducir o contrarrestar la eficacia de un instrumento, pues los inversores tratarían de actuar antes de que se active efectivamente. En ciertos casos, la anticipación de la activación de un instrumento podría incluso dar lugar a situaciones de fuga y desencadenar una espiral de falta de liquidez. Por este motivo, las orientaciones deben evitar cualquier clase de automatismo y prescripción.

Los instrumentos de gestión de la liquidez pueden ser de utilidad ante tensiones de mercado persistentes. Dependiendo de las circunstancias del mercado, los instrumentos *ex post* pueden limitarse a diferir el problema de liquidez, pues solo aplazan el reembolso durante un período de tiempo limitado (como ocurre, por ejemplo, con las limitaciones al reembolso o *redemption gates*). No eliminan el problema si persisten las tensiones de mercado y no pueden sustituir, por tanto, a las medidas estructurales, como las dirigidas a corregir desajustes excesivos de liquidez.

II.2 Recomendación B – Disposiciones adicionales para reducir la probabilidad de desajustes excesivos de liquidez

II.2.1 Justificación económica y efectos perseguidos

Los fondos de inversión que gestionan activos intrínsecamente menos líquidos no generan necesariamente preocupaciones relacionadas con la estabilidad financiera. Proporcionar acceso a una variedad de clases de activos aumenta la eficiencia del mercado, pues ofrece más posibilidades de inversión y un mayor acceso a la financiación para

los emisores de los activos. Desde un punto de vista de política económica, permitir a los fondos de inversión invertir en clases de activos negociados menos activamente, como el capital riesgo o los préstamos y obligaciones de empresa no calificados, contribuye también a diversificar la financiación de la economía. Esto coincide con la creciente demanda de mayores oportunidades de inversión por parte de los inversores, en el contexto de un entorno prolongado de baja rentabilidad.

Cuando se produce un desajuste importante entre la liquidez de estos activos y la ofrecida a los inversores a través de las políticas de reembolso de los fondos, surgen riesgos para la estabilidad financiera. En comparación con los fondos de inversión que invierten en activos líquidos, en los que solo un número muy grande de reembolsos afectaría a los precios de mercado, la obligación (sujeta a la posibilidad de suspensión del fondo) de vender incluso un pequeño volumen de activos menos líquidos puede provocar rápidamente grandes amplificaciones de las caídas del mercado. La disponibilidad de puntos de reembolso frecuentes resulta especialmente problemática si lleva a los inversores a sobreestimar la liquidez de los activos de sus fondos de inversión, lo que puede dar lugar a ventas forzosas de, por ejemplo, inversores apalancados.

Garantizar que la política de reembolso de un fondo de inversión de capital variable esté estructuralmente adaptada al perfil de liquidez de sus activos debería reducir los riesgos asociados a las ventas forzadas de activos. Los gestores tienen varias opciones cuando invierten mucho en activos menos líquidos. Por ejemplo, por el lado del activo, establecer límites a la proporción de activos menos líquidos en los que puede invertir el gestor mejoraría su capacidad de reembolso, incluso en situaciones de tensiones del mercado. Al asegurar la disponibilidad de suficientes activos líquidos, esto reduciría la ventaja de solicitar el reembolso antes que los demás partícipes y el riesgo de una fuga. Además de corregir los desajustes excesivos de liquidez a escala de cada fondo, ello reduciría también la magnitud de las ventas colectivas y el riesgo de ventas forzadas, así como la probabilidad y la gravedad de los acontecimientos sistémicos.

Mejorar la capacidad de un fondo de inversión de atender los reembolsos en situaciones de tensiones de mercado reduce también la probabilidad de una suspensión de los reembolsos. Aumentar la capacidad de resistencia estructural de los fondos de inversión evitaría recurrir en exceso a un instrumento adicional de gestión de la liquidez, pues una parte de los comentarios de los medios se refieren específicamente al posible efecto no deseado del propio instrumento de la suspensión ⁽¹⁾.

Por el lado del pasivo, los gestores podrían aplicar políticas de reembolso y reducir la frecuencia de los reembolsos ofrecidos por el fondo, así como establecer plazos de preaviso para los inversores que deseen el reembolso. En caso de producirse flujos de salida anormalmente elevados, restringir el reembolso proporcionaría al gestor del fondo más tiempo para liquidar los activos precisos para atender las solicitudes de reembolso y ofrecería también más tiempo al mercado para encontrar una solución a las preocupaciones subyacentes o para que estas se diluyan espontáneamente con el paso del tiempo (como en el caso de los fondos inmobiliarios del Reino Unido). En algunos casos, esto permitiría también alguna forma de intervención general de las autoridades que podría ayudar a atenuar las tensiones subyacentes inmediatas. En cuanto a los plazos de preaviso, conocer por anticipado la fecha de vencimiento permitiría a los inversores un nivel de planificación de sus propias posiciones de liquidez que la suspensión de los reembolsos no permite.

Los fondos inmobiliarios son un ejemplo de fondos que pueden presentar fuertes desajustes de liquidez. Los fondos inmobiliarios suelen invertir en activos subyacentes menos líquidos y son propensos a experimentar importantes desajustes de liquidez si tienen una estructura de capital variable. La combinación de desajustes de liquidez y empleo del apalancamiento puede generar riesgos sistémicos. Quienes reembolsan tempranamente pueden beneficiarse de la ventaja de solicitar el reembolso antes que los demás partícipes y desencadenar una fuga, pues estos fondos de inversión tienen pocos activos líquidos disponibles para atender los reembolsos. Debido al apalancamiento, estas solicitudes de reembolso pueden obligar al gestor a vender una proporción mayor de la cartera, con la correspondiente repercusión sobre los precios de los activos. En última instancia, estos fondos de inversión pueden amplificar y extender los riesgos al resto del sistema financiero. ⁽²⁾ En el caso de los fondos inmobiliarios británicos, las suspensiones ayudaron a evitar ventas rápidas generalizadas de inmuebles comerciales tras el referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea (véase el recuadro 3). No obstante, como ha señalado el Bank of England, persiste una vulnerabilidad latente que podría manifestarse debido a los desajustes de liquidez entre el activo y el pasivo de los fondos de inversión. Las perturbaciones futuras del mercado de los inmuebles comerciales podrían desencadenar ciclos de reembolsos, suspensiones y ventas con descuento.

⁽¹⁾ Véanse algunos ejemplos de posibles consecuencias no deseadas relacionados con los últimos acontecimientos en los fondos inmobiliarios británicos en <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brex-it-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> y <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, consultado en noviembre de 2017.

⁽²⁾ Bank of England, «Financial Stability Report – November 2016».

Recuadro 3: Los fondos inmobiliarios: el caso de los *property funds* británicos

Los fondos inmobiliarios tienen diferentes características en el seno de la Unión. Los fondos inmobiliarios invierten normalmente en activos menos líquidos, como inmuebles, derechos inmobiliarios y participaciones en el capital de empresas inmobiliarias. En algunos países solo se permiten los fondos inmobiliarios de capital fijo, en los que los inversores solamente pueden reembolsar las participaciones en fechas de vencimiento predeterminadas o, normalmente, únicamente en la fecha de expiración del fondo. En otros países, las normas del fondo de inversión y la documentación de oferta de las estructuras de capital variable otorgan a los inversores la facultad de solicitar el reembolso de sus participaciones con mayor frecuencia, lo que puede dar lugar a una transformación de la liquidez a gran escala, especialmente si los fondos ofrecen reembolsos semanales o diarios.

Un ejemplo de las preocupaciones relativas a los fondos inmobiliarios pudo observarse en el Reino Unido tras el referéndum de 23 de junio de 2016 sobre la UE. Entre julio y diciembre de 2016, varias de las 19 IIC ⁽¹⁾ autorizadas del Reino Unido que invertían en inmuebles directos aplicaron algún tipo de medida especial de liquidez. El mercado inmobiliario británico había experimentado una reducción de valores y reembolsos de fondos de inversión durante en torno a ocho meses antes del referéndum, y el voto a favor de la salida de la UE desencadenó un aumento de la demanda de reembolso de los inversores. Alrededor de quince fondos de inversión que ofrecían negociación diaria registraron reembolsos acumulados del 4,1 % del valor liquidativo, llegando incluso al 8 % en un caso. Al mismo tiempo, diez fondos de inversión realizaron ajustes de fijación del precio al valor razonable de entre el 4 % y el 15 %.

Los fondos de inversión afectados adoptaron distintos planteamientos respecto al uso de los instrumentos de gestión de la liquidez. Durante la primera semana de julio, 6 fondos de inversión de negociación diaria que representaban en torno a 14 600 millones de libras esterlinas suspendieron los reembolsos (tres de ellos habían aplicado también ajustes de fijación del precio al valor razonable. Uno de los fondos restableció la negociación aplicando un ajuste antidi-lución para reflejar el descuento necesario para vender un número de inmuebles rápidamente. Los otros gestores de fondos mantuvieron sus fondos suspendidos hasta que consideraron que había claridad suficiente respecto a las valoraciones de los activos. La normativa de la Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido obliga a los gestores de los fondos a revisar la pertinencia de la suspensión al menos cada 28 días, pero no establece un plazo máximo de mantenimiento de la suspensión.

Los niveles de demanda de reembolso comenzaron a volver a la normalidad a partir de mediados de julio. Los fondos de inversión que habían suspendido los reembolsos comenzaron gradualmente a reiniciar la negociación, el último de ellos a mediados de diciembre. Los fondos de inversión que ofrecían liquidez mensual o trimestral no experimentaron niveles superiores a los habituales de solicitudes de reembolso o pudieron disponer de niveles suficientes de efectivo y otros activos líquidos para atender esa demanda.

Este episodio afectó a algunos fondos de inversión de los denominados *unit-linked*, pero no hubo ningún contagio a otras clases de activos. La suspensión de la negociación afectó a algunos fondos de inversión *unit-linked* que habían invertido en IIC para obtener exposición a inmuebles como una clase de activos. De estos fondos de inversión, 59, con unos activos gestionados totales de 2 000 millones de libras esterlinas, habían invertido en la IIC que suspendió la negociación. En algunos casos, esto afectó a su capacidad de atender sus obligaciones no contractuales, incluidas las entregas y transferencias, aunque no al pago de prestaciones al vencimiento o al producirse el fallecimiento de los asegurados.

El Bank of England resaltó los riesgos de contagio en su Informe de Estabilidad Financiera de julio de 2016 ⁽²⁾. No obstante, la naturaleza del acontecimiento sufrido por el mercado redujo el riesgo de un posible efecto sistémico. La perturbación no constituyó una incidencia de crédito generalizada, sino básicamente un acontecimiento específico del Reino Unido que afectó a los precios inmobiliarios. Además, el impacto de los reembolsos de los fondos de inversión de negociación diaria se contuvo adecuadamente mediante el uso de los instrumentos ya disponibles para los fondos de inversión. Por otra parte, el valor de los fondos de inversión afectados era pequeño: en términos de activos bajo gestión, las IIC inmobiliarias autorizadas representaban en torno al 2,7 % de todos los fondos de inversión de capital variable del Reino Unido (949 700 millones de libras esterlinas). En conjunto, los fondos de inversión de capital variable tenían aproximadamente un total de 35 000 millones de libras esterlinas en inmuebles comerciales, es decir, menos del 10 % del mercado (683 000 millones de libras).

⁽¹⁾ Estos fondos son FIA de acuerdo con la Directiva 2011/61/UE, pero están sujetos a autorización y regulación con arreglo a la legislación británica.

⁽²⁾ Bank of England, «Financial Stability Report – July 2016».

Otro ejemplo es el de los fondos de renta fija que invierten en valores de calificación inferior al grado de inversión o sin calificación, que pueden presentar importantes desajustes de liquidez. En diciembre de 2015, un gran fondo estadounidense de renta fija de alta rentabilidad anunció que liquidaba su cartera y suspendía los reembolsos. El gestor del fondo consideraba que las solicitudes de reembolso de los inversores, en el contexto de una reducción general de la liquidez en los mercados de renta fija, hacía inviable obtener efectivo suficiente para pagar las solicitudes de reembolso sin vender activos a un precio con descuento, perjudicando con ello a los partícipes que permanecían en el fondo. Esto era consecuencia de la baja liquidez intrínseca de la cartera del fondo de inversión, como bonos de empresa con calificación CCC o inferior o sin calificación (también conocidos como valores problemáticos), junto con un bajo nivel de efectivo y otros activos líquidos.

No hay grandes desajustes de liquidez en la mayoría de los fondos de inversión de la Unión. Por ejemplo, se considera que los fondos de renta variable participan de forma limitada en la transformación de la liquidez ⁽¹⁾, pues la mayoría de las acciones cotizadas se consideran líquidas incluso en situaciones de tensiones. Del mismo modo, los datos sobre los fondos de renta fija parecen indicar una compensación entre transformación de la liquidez y de los plazos. ⁽²⁾ Los fondos de inversión que se centran en renta fija privada menos líquida suelen invertir en valores con vencimiento inferior a la media, mientras que los que invierten en bonos soberanos más líquidos tienden a invertir en activos a más largo plazo. Los fondos de inversión que invierten en activos líquidos a largo plazo suelen poder venderlos en cualquier momento, mientras que los que invierten en activos menos líquidos a corto plazo deben poder rotar su cartera con mayor frecuencia, limitando así su transformación de la liquidez. ⁽²⁾

Por el contrario, los mayores desajustes de vencimiento se producen en los FIA de capital variable que invierten en activos intrínsecamente menos líquidos. Los fondos inmobiliarios, en particular, representan el 5 % de los fondos de inversión de Europa (658 000 millones de euros), de los cuales la mayoría son de capital variable y están expuestos a desajustes de liquidez, como se refleja en el informe de la JERS sobre banca en la sombra (Shadow Banking Monitor) (cuadros 1 y 2). El sector de los fondos inmobiliarios ha adquirido también mayor importancia en los últimos años, con un incremento de los activos bajo gestión del 34 % en dos años (hasta el cuarto trimestre de 2016), frente al 19 % del resto del sector de los fondos. El informe Shadow Banking Monitor de la JERS muestra también que los fondos de inversión libre (*hedge funds*) (436 000 millones de euros) participan en la transformación de la liquidez, dependiendo de su estrategia. En comparación, los fondos de préstamos son aún un sector incipiente (26 000 millones de euros).

Cuadro 1

Transformación de liquidez por los fondos de inversión

Tipo de fondo	Fondos de renta fija	Fondos de inversión libre (<i>hedge funds</i>)	Fondos inmobiliarios	Fondo de inversión cotizados	Fondos de capital riesgo
	●	●	●	●	○

Código de colores: ● = participación intensa; ● = participación media; ● = participación baja; ○ = participación improbable o insignificante.

Cuadro 2

Activos de los fondos de inversión de la zona del euro (billones EUR)

	Dic. 14	Jun. 15	Dic. 15	Jun. 16	Dic. 16	Mar. 17	Abr. 17
Fondos de renta fija	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
Fondos de renta variable	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
Fondos de inversión libre (<i>hedge funds</i>)	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
Fondos mixtos	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

⁽¹⁾ Véase el informe de la JERS «EU Shadow Banking Monitor», n.º 2, 2017.

⁽²⁾ Véase el informe de la JERS «EU Shadow Banking Monitor», n.º 1, 2016.

	Dic. 14	Jun. 15	Dic. 15	Jun. 16	Dic. 16	Mar. 17	Abr. 17
Fondos inmobiliarios	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
Total	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

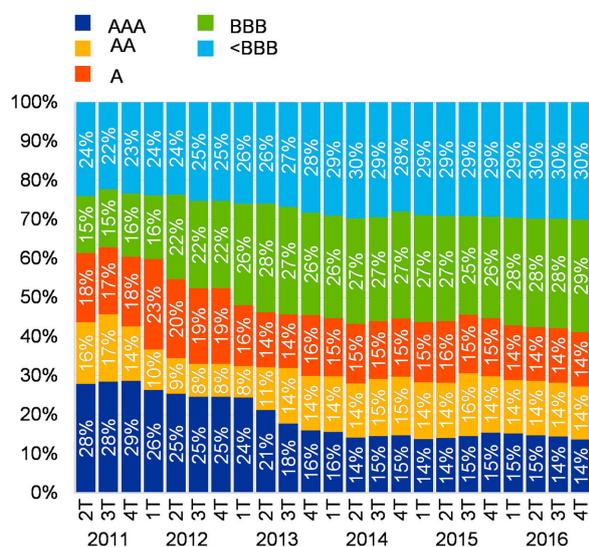
Durante los últimos años se ha observado que algunos fondos de renta fija de la Unión, incluidos los OICVM, cambian su asignación de activos de valores con mayor calificación a valores con menor calificación, lo que da lugar a una exposición a vencimientos más largos y mayor riesgo de crédito. En particular, los fondos de inversión de alta rentabilidad representan el 19 % de los activos de los fondos de renta fija; y, dependiendo de los factores estructurales y cíclicos de liquidez del mercado, como se ha mencionado anteriormente, no puede excluirse la posibilidad de que los fondos de inversión se vean en último término expuestos a desajustes de liquidez, al menos temporalmente. No obstante, a falta de datos armonizados a escala de la Unión, resulta difícil medir la importancia de esta cuestión y la posible contribución de los OICVM a los riesgos para la estabilidad financiera (véase el recuadro 4).

Recuadro 4: Posible exposición de los OICVM a desajustes de liquidez

La Directiva 2007/16/CE obliga a los OICVM a invertir mayoritariamente en activos líquidos. No obstante, la liquidez de algunos activos admitidos puede reducirse en situaciones de tensiones de mercado y exponerlos temporalmente a desajustes de liquidez, especialmente en el caso de los fondos de renta fija de alta rentabilidad. Para hacer frente a esto, la OICV ha realizado recientemente una consulta acerca de si los fondos, incluidos los OICVM, deben disponer de mecanismos adicionales para gestionar la liquidez. (1)

Fondos de renta fija de la Unión: calificación media de las carteras de los fondos

(porcentaje de los activos totales; última observación: 4T 2016)



Fuentes: Thomson Reuters Lipper, AEVM y Standard & Poor's.

Desde 2009 se ha observado que algunos fondos de renta fija de la Unión cambian su asignación de activos de valores de mayor calificación a valores de menor calificación, aumentando al mismo tiempo la duración de sus carteras. Aunque este cambio de las pautas de inversión se ha ralentizado en los últimos años, estos fondos continúan estando debido a ello más expuestos a cambios en la rentabilidad de los valores de renta fija. Unas carteras menos líquidas y con menos efectivo pueden hacer más difícil para los fondos de renta fija reequilibrar sus carteras en caso de grandes solicitudes de reembolso; es decir, sin provocar un efecto de contagio a los mercados de renta fija.

Pese a los datos que muestran una mayor asunción de riesgo frente a un contexto de reducción de la liquidez en los mercados de renta fija (2), la falta de información detallada sobre los activos (por ejemplo, su liquidez) y los pasivos de los OICVM impide evaluar globalmente el riesgo para la estabilidad financiera. Es preciso establecer obligaciones de comunicación de información de las sociedades gestoras de los OICVM, como prevé la Recomendación D, para evaluar la gravedad de este riesgo. Esto implica recoger e intercambiar datos detallados y armonizados. Si aparecen, no obstante, datos analíticos que muestran que algunas partes del sector de los fondos de OICVM están expuestos a importantes desajustes de liquidez, puede ser necesario revisar el ámbito de aplicación de la Recomendación B para incluir algunos productos específicos de los OICVM.

(1) «IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration», Informe sobre la consulta, julio de 2017.

(2) «Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments», BPI, 2015.

El FSB recomienda ⁽¹⁾ que los activos y las estrategias de inversión de los fondos de inversión sean coherentes con las normas de reembolso de las participaciones de los fondos tanto en el momento de la creación del fondo como de forma continuada (para los fondos de inversión nuevos o ya existentes). Esto debe tener en cuenta la liquidez esperada de los activos y el comportamiento esperado de los inversores en condiciones normales y de tensiones de mercado.

Las disposiciones adicionales en esta área serían coherentes con el marco vigente en la Directiva 2011/61/UE, que ya exige adecuar la estrategia de inversión, el perfil de liquidez y la política de reembolso del fondo de inversión y establece límites adecuados de gestión de la liquidez y pruebas de resistencia. En particular, en el marco regulatorio vigente, los GFIA deben poder demostrar ante sus ANC que disponen de adecuados sistemas de gestión de la liquidez y procedimientos efectivos. No obstante, sobre la base de los últimos datos, la JERS ha observado que algunos FIA están aplicando aún un alto nivel de transformación de la liquidez. ⁽²⁾ Por consiguiente, establecer la obligatoriedad de esta demostración para los fondos de inversión que invierten en activos menos líquidos contribuiría a conseguir los objetivos de la Directiva 2011/61/UE, al asegurar su aplicación más uniforme, y favorecería el uso de medidas específicas para estos fondos, como, por ejemplo, la aplicación de límites internos para los activos menos líquidos.

Debería evitarse una transformación de la liquidez sustancial. Algunos Estados miembros han incluido en sus marcos legales nacionales regímenes específicos para establecer las condiciones en las que los FIA pueden gestionar activos considerados menos líquidos, como inmuebles o préstamos. En su dictamen al Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión ⁽³⁾, la AEVM señaló que los FIA originadores de préstamos deben configurarse como vehículos de capital fijo sin la facultad de reembolsar participaciones periódicamente. Otros países han adoptado medidas estructurales para eliminar los riesgos de ventas forzadas derivados de solicitudes masivas de reembolso. Por ejemplo, si una parte no desdénable de la cartera es ilíquida, resulta precisa la modalidad de capital fijo por la naturaleza intrínseca de los activos de la IIC. El gestor del fondo solo debe ofrecer a los inversores la opción de solicitar el reembolso durante la vida del FIA si se cumplen ciertas condiciones. Esto debe realizarse a intervalos fijos, por ejemplo, como establece el Reglamento (UE) 2015/760 del Parlamento Europeo y del Consejo ⁽⁴⁾.

Esta recomendación aconseja a la AEVM definir una lista de activos intrínsecamente menos líquidos. No existe actualmente una definición de activos líquidos o menos líquidos en la normativa (véase el recuadro 5), aunque el objetivo no es proponer tal definición, sino promover un enfoque coherente para la aplicación de las citadas disposiciones de la Directiva 2011/61/UE. El término «menos líquido» reconoce también el hecho de que los activos son rara vez o nunca totalmente ilíquidos.

Dada la necesidad de una coherencia intersectorial, la AEVM debería consultar con la Autoridad Bancaria Europea y de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación al elaborar la lista. Cuando un regulador etiqueta un activo como líquido o menos líquido, envía una señal a los participantes del mercado. Por otra parte, con independencia de quién vende el activo (regulado o no regulado, entidad bancaria o no bancaria), el fondo de compradores suele ser el mismo en situaciones de tensiones de mercado. Es deseable, por tanto, que los enfoques regulatorios sean coherentes. ⁽⁵⁾

La lista de activos intrínsecamente menos líquidos debe incluir aquellos activos que no pueden convertirse rápida y fácilmente en efectivo con poca pérdida de valor durante las tensiones en los mercados. El análisis de la liquidez de los activos debe tener en cuenta, entre otras cosas, el tiempo necesario para liquidarlos en situaciones de tensiones de mercado sin tener que aceptar un importante descuento. Al hacer la lista, la AEVM debería considerar, en particular, los inmuebles, los valores no cotizados (incluidas las acciones privadas), los préstamos y otros activos alternativos. Los activos que en condiciones normales del mercado pueden venderse sin tener que aceptar un importante descuento no deben figurar en la lista, pues esta recomendación tiene por objeto hacer frente a los problemas estructurales planteados por los activos intrínsecamente menos líquidos.

⁽¹⁾ Consejo de Estabilidad Financiera, «Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities», enero de 2017.

⁽²⁾ Informe de la JERS «EU Shadow Banking Monitor», noviembre de 2017.

⁽³⁾ Autoridad Europea de Valores y Mercados, «Key principles for a European framework on loan origination by funds», abril de 2016.

⁽⁴⁾ Reglamento (UE) 2015/760 del Parlamento Europeo y del Consejo de 29 de abril de 2015 sobre los fondos de inversión a largo plazo europeos (DO L 123 de 19.5.2015, p. 98).

⁽⁵⁾ La necesidad de cooperación entre los reguladores sobre estas cuestiones parece estar asentada (por ejemplo, el artículo 46, apartado 3, y el artículo 11, apartado 15, del Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (DO L 201 de 27.7.2012, p. 1), donde se establecen técnicas de reducción del riesgo para los contratos de derivados OTC no compensados por una de una cámara de compensación de una entidad de contrapartida central).

Si un fondo de inversión ofrece exposición a activos menos líquidos, el gestor del fondo puede crear provisiones a las que pueda luego acceder para hacer frente al riesgo de liquidez. ⁽¹⁾ Los gestores tendrían que demostrar a las ANC, tanto en el momento de la creación del fondo de inversión como de forma continuada (es decir, durante el proceso de aprobación y tras la aprobación para los fondos sujetos a un procedimiento de aprobación) que pueden mantener su estrategia de inversión en cualquiera de las condiciones del mercado previsible. Teniendo en cuenta la normativa aplicable al fondo de inversión y siguiendo su política de inversión, los gestores de los fondos tienen distintas formas de asegurar la coherencia entre su estrategia de inversión y el perfil de reembolso del fondo, tanto durante la fase de diseño como de forma continuada. ⁽¹⁾ Estas alternativas incluyen:

- el tipo de vehículo (por ejemplo, fondos de inversión de capital fijo, FILPE);
- políticas de reembolso;
- política de inversión, incluidos límites internos para los activos incluidos en la lista, colchón de activos líquidos, diversificación (exposiciones y contrapartes) y límites al tamaño del fondo de inversión en relación con el mercado subyacente;
- aplicación de instrumentos adicionales de gestión de la liquidez;
- procesos de gestión del riesgo de liquidez, incluidos, por ejemplo, la definición de umbrales relevantes, la clasificación de activos en grupos de liquidez y la vigilancia de la concentración de inversores y los patrones de reembolso esperados.

El uso de límites internos, en particular, debe comunicarse a las ANC en el momento de la creación del fondo de inversión y posteriormente en caso de modificación de los límites, y ha de estar siempre disponible a solicitud de los supervisores. También debería divulgarse a los inversores sobre la base de las directrices que desarrolle la AEVM.

En algunos casos, puede resultar una carga injustificada para los gestores de los pequeños fondos, en particular, demostrar que pueden atenerse a las estrategias de inversión de los fondos de inversión. Por ello, podría dejarse alguna discrecionalidad a las ANC para diseñar mecanismos que permitan a los GFIA demostrar que pueden atenerse a dichas estrategias. La evaluación de la ANC podría tener en cuenta, por ejemplo, los resultados de las pruebas de resistencia.

No hay en la legislación de la Unión una única definición de «liquidez» del mercado sobre la cual pueda elaborarse una lista de activos menos líquidos. Cada norma aborda la cuestión de la liquidez de modo diferente, atendiendo a su finalidad (véase el recuadro 5). Un ejemplo de los enfoques seguidos a escala nacional es el del documento de consulta de la Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido sobre activos ilíquidos y fondos de inversión de capital variable ⁽²⁾, que identifica una serie de características compartidas por los activos ilíquidos:

- no se negocian en un mercado organizado;
- puede haber un desequilibrio importante entre la oferta y la demanda;
- es probable que el comprador y el vendedor tarden un tiempo en negociar el precio y otros términos de la operación;
- la valoración del activo es un proceso complejo;
- los activos físicos suelen comprarse y venderse en su totalidad;
- debido a estos factores y a otras posibles complicaciones, como las restricciones a la libre transmisión del título, las operaciones suelen tardar mucho tiempo en cerrarse.

Recuadro 5: La liquidez en la legislación de la Unión

La Directiva 2007/16/CE sobre activos admisibles obliga a los OICVM a invertir mayoritariamente en activos líquidos y establece normas específicas sobre la admisibilidad de los valores mobiliarios, los instrumentos del mercado monetario y los derivados. En general, los valores mobiliarios y los instrumentos del mercado monetario se consideran líquidos si están admitidos o negociados en un mercado regulado. Los activos menos líquidos no están expresamente definidos, pero se consideran inversiones no admisibles de conformidad con la Directiva 2009/65/CE. Así ocurre, en particular, en el caso de las mercancías físicas y los activos inmobiliarios.

⁽¹⁾ «IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration», Informe sobre la consulta, julio de 2017.

⁽²⁾ Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido, «Illiquid assets and open-ended investment funds» discussion paper (DP 17/1), febrero de 2017.

El concepto de liquidez se menciona en otros varios actos jurídicos de la Unión, que se exponen a continuación:

- El Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo ⁽¹⁾ establece que una central depositaria de valores debe invertir en efectivo o instrumentos financieros muy líquidos con mínimo riesgo de mercado y de crédito. No obstante, este Reglamento no define expresamente la liquidez, sino recomienda que la AEVM, la ABE y el SEBC elaboren un proyecto de normas técnicas de regulación (RTS) en las que se detallen los instrumentos financieros que pueden considerarse muy líquidos.
- El Reglamento (UE) n.º 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017 ⁽²⁾, sobre fondos del mercado monetario incluye umbrales de liquidez para los activos que puede considerarse que ofrecen liquidez diaria y semanal, aunque no se define explícitamente la liquidez. Este Reglamento parte del razonamiento de que una fecha de vencimiento temprana de los activos ayuda a asegurar que los inversores recuperen su dinero.
- La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo ⁽³⁾ incluye análisis sobre la metodología empleada para calcular la liquidez en valores no de renta variable, como los bonos. La AEVM contempla dos métodos alternativos para calcular la liquidez: el enfoque de instrumento a instrumento (*instrument-by-instrument approach*, IBIA) y el enfoque de las categorías de instrumentos financieros (*categories of financial instruments approach*, COFIA), y finalmente adopta el enfoque de instrumento a instrumento en sus normas técnica de regulación para el cálculo de la liquidez de los bonos.
- El Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo ⁽⁴⁾ define los activos líquidos a los efectos de los colchones de liquidez de las entidades de crédito como los únicos activos libremente transferibles que pueden convertirse rápidamente en efectivo en mercados privados sin una pérdida significativa del valor. Este Reglamento distingue entre los activos con un grado extremadamente elevado de liquidez y calidad crediticia (activos de nivel 1) y los activos de elevada liquidez y calidad crediticia (activos de nivel 2). Los activos de nivel 1 incluyen el efectivo, los depósitos en el banco central, los bonos garantizados por la administración pública de un Estado o de la Unión y los bonos garantizados que cumplen ciertas condiciones. Los activos de nivel 2 incluyen los bonos garantizados por terceros Estados y los bonos emitidos por entidades públicas, así como los bonos garantizados y los bonos corporativos, en función de su calidad crediticia. Se incluyen también las titulizaciones de elevada calidad y las acciones que forman parte de un índice bursátil importante.

El enfoque de la Comisión del Mercado de Valores estadounidense puede aportar una base útil para elaborar una metodología de la Unión de evaluación de la liquidez y una lista de activos menos líquidos. La SEC define la «iliquidez» de las carteras de activos no en términos absolutos, sino teniendo en cuenta el volumen (por ejemplo, las carteras de activos de los fondos de inversión). Véase el recuadro 6.

Recuadro 6: Puntuación compuesta de la liquidez de la SEC

La SEC ha abordado la cuestión de la liquidez en una reciente resolución ⁽⁵⁾ que introduce cambios en la comunicación del riesgo de liquidez por los fondos de inversión de capital variable. La resolución presenta un nuevo régimen de clasificación de la liquidez que identifica la liquidez de una inversión en función del número de días durante los cuales esta puede convertirse en efectivo sin cambiar significativamente el valor de mercado de la inversión. Más concretamente, la SEC sugiere que clasificar una inversión como ilíquida implica que el fondo de inversión no puede esperar razonablemente vender la inversión en un plazo de siete días naturales sin que ello afecte de modo significativo a su valor de mercado. La SEC obliga también a los fondos de inversión a tener en cuenta el volumen de su posición, así como la profundidad del mercado en que se negocia la inversión, para determinar si esta es líquida o ilíquida.

La resolución de la SEC obliga a los gestores de fondos a evaluar y revisar su riesgo de liquidez al menos anualmente, atendiendo a una serie de factores: estrategia, flujos de efectivo, efectivo en mano y consideraciones sobre los fondos de inversión cotizados. La justificación de este proceso de revisión es que a la SEC le preocupa que una solución de tipo «marcar la casilla» puede provocar que se evalúe la liquidez de forma que no refleje realmente la capacidad del fondo de vender su cartera (o parte de ella) para cubrir los reembolsos sin afectar al mercado.

⁽¹⁾ Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012 (DO L 257 de 28.8.2014, p. 1).

⁽²⁾ Reglamento (UE) n.º 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre los fondos del mercado monetario (DO L 169 de 30.6.2017, p. 8).

⁽³⁾ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (DO L 173 de 12.6.2014, p. 349).

⁽⁴⁾ Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (DO L 176 de 27.6.2013, p. 1).

⁽⁵⁾ <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>

La SEC obliga también a los fondos de inversión a tener en cuenta «consideraciones sobre el mercado, la negociación y las especificidades de la inversión» al clasificar la liquidez de las inversiones de su cartera, aunque no detalla estos aspectos.

La periodicidad de negociación, por ejemplo, suele ser baja en algunos valores de renta fija, pero ello no indica necesariamente que un valor sea ilíquido, y el fondo de inversión puede tener la capacidad de venderlo razonablemente rápido. Pueden obtenerse estimaciones más fiables evaluando la gama de indicadores propuestos por la SEC ⁽¹⁾. Este tipo de puntuaciones sintéticas de la liquidez pueden incluir factores basados en las propiedades del activo, del mercado y de la cartera, como se detalla a continuación.

- Los factores del activo se basan en la estructura del activo. Cuanto más difícil es valorar un activo, y cuanto menos se ajusta a los estándares, más ilíquido tiende a ser. Por otra parte, en el caso de los productos de renta fija, especificaciones como el vencimiento, la calificación crediticia y la fecha de emisión pueden afectar a la liquidez.
- Los factores de mercado están relacionados con la emisión y el mercado secundario del activo. Normalmente, cuantos más mercados hay en los que pueda negociarse un activo, menos líquido tiende a ser. Los factores de calidad del mercado incluyen también el número, la diversidad y la calidad de los participantes en los mercados, y pueden hacer también referencia a los costes de negociación en estos mercados, dependiendo de los costes de liquidación que pueda conllevar operar en otro país y otra divisa.
- Los factores de negociación son mediciones relacionadas con el precio y el volumen de negociación de un valor. Los diferenciales entre los precios de demanda y de oferta, así como el volumen y la periodicidad de negociación, pueden utilizarse para medir la posible iliquidez. Los datos históricos de volumen pueden proporcionar, por ejemplo, una estimación del volumen máximo, que puede emplearse para evaluar la repercusión de mercado de una negociación.
- Los factores de cartera son indicadores específicos de la cartera. Los fondos de inversión deben tener en cuenta el tamaño de su posición en relación con el volumen diario de negociación y las cantidades pendientes, aunque también deben tener en cuenta las relaciones de los activos con otros activos de cartera (como los derivados). Por último, la iliquidez puede estar relacionada también con la agrupación de posiciones de cartera, que puede ser una fuente de iliquidez si todos los activos del fondo de inversión son muy similares y se negocian en el mismo mercado.

Dado que el enfoque de la SEC puede proporcionar una base útil para una futura articulación europea de la iliquidez, sería conveniente adecuar estrechamente al mismo el enfoque de la Unión. Desde una perspectiva de política, este alineamiento tendría una ventaja adicional, pues si los marcos de la Unión y de EE. UU. fueran básicamente iguales, ello constituiría una norma mundial efectiva para evaluar la iliquidez en los fondos de inversión.

II.2.2 Efectos no deseados

Por el lado del activo, la aplicación de límites internos por los gestores no eliminaría completamente la ventaja de quien solicita primero el reembolso. Los que solicitan el reembolso antes de los demás pueden querer aún aprovechar los activos líquidos para evitar quedar atrapados en un fondo de inversión ilíquido. No obstante, en la medida en que la disponibilidad de activos líquidos aumentaría la confianza en la capacidad del fondo de atender los reembolsos, el riesgo de fugas de los inversores debería reducirse en conjunto.

El establecimiento de un límite interno podría obstaculizar innecesariamente la capacidad del gestor del fondo de utilizar los activos líquidos disponibles para atender los reembolsos. Así ocurre cuando, por ejemplo, el gestor no puede utilizar activos líquidos sin incumplir el límite interno. Es posible, no obstante, cualificar la importancia de esta cuestión. En el contexto de la Directiva 2011/61/UE, exceder un límite puede no requerir en sí la intervención del GFIA, pues dependería de los hechos y circunstancias, así como de los niveles de tolerancia establecidos por el GFIA, que incluyen desencadenantes de vigilancia continuada o medidas correctoras, según las circunstancias.

⁽¹⁾ El documento de la SEC enumera nueve factores para clasificar las posiciones de cartera en un determinado activo.

En el peor de los casos, añadir un activo a la lista podría resultar procíclico y desencadenar la venta del activo, provocando un colapso del precio. El gestor puede verse obligado a vender el activo para cumplir los nuevos límites internos o puede anticipar una reacción adversa de los inversores, desencadenando precisamente el problema que la lista pretendía evitar. Del mismo modo, estigmatizar un activo por su falta de liquidez puede disuadir a algunos fondos de inversión de invertir en él, lo que podría tener repercusiones en el funcionamiento de los mercados financieros. Por estos motivos, la lista solo debería incluir aquellos activos «intrínsecamente» menos líquidos, una característica que ya debería haber sido identificada por los participantes en el mercado. Por otra parte, los inversores que invierten en activos «intrínsecamente» menos líquidos esperarían ya que los gestores tengan una política de inversión coherente con su política de reembolso, como prevé la Directiva 2011/61/UE. Por último, serán necesarios regímenes transitorios cuando se añada un activo a la lista, para que el gestor pueda disponer de tiempo para cumplir y evitar las ventas forzadas.

Por el lado del pasivo, reducir la periodicidad del reembolso aumentará probablemente el volumen de negociación, lo que puede afectar a los precios en situaciones de tensiones de mercado. En lugar de experimentar flujos de salida regulares, el fondo acumularía muchas órdenes que deberían ejecutarse al mismo tiempo. Una alternativa sería establecer períodos de preaviso ⁽¹⁾ que reflejen el tiempo que se prevé necesario para disponer de los activos subyacentes. Otra opción sería emplear un sistema de colas, de modo que las solicitudes de reembolso no tengan que ejecutarse en el siguiente momento de valoración tras su aceptación por el gestor del fondo, el cual podría calcular así con aún mayor antelación la liquidez necesaria para atender las solicitudes de reembolso y podría comenzar a vender las inversiones precisas. Esto podría reducir el riesgo de ejecutar las operaciones a precios de venta forzada.

Por último, hay que tener en cuenta el riesgo de arbitraje regulatorio. Hay un riesgo: 1) para los FIA no regulados excluidos del ámbito de la Recomendación y 2) si un gestor registra un fondo de inversión como OICVM con el fin de realizar una inversión importante en un activo clasificado como intrínsecamente menos líquido, suponiendo que el activo en cuestión se considere admisible para el OICVM. No obstante, en este último caso el fondo de inversión estaría sujeto a las normas de la Directiva 2009/65/CE, que en ciertos aspectos son más estrictas que las de la Directiva 2011/61/UE, lo que reduce el incentivo a registrarse como OICVM para evitar las restricciones aplicables a los FIA.

II.3 Recomendación C – Pruebas de resistencia

II.3.1 Justificación económica y efectos perseguidos

Las pruebas de resistencia microprudenciales tienen por objeto mejorar la gestión del riesgo y de la cartera por los fondos de inversión y los gestores de fondos. Estas pruebas simulan condiciones económicas y financieras extremas o desfavorables, pero posibles, para estudiar sus consecuencias tanto sobre el funcionamiento del fondo de inversión como sobre su capacidad de atender las solicitudes de reembolso, incluso a un valor liquidativo con descuento. Los análisis de los distintos escenarios que aportan por estas pruebas ofrecen un mejor conocimiento de los riesgos derivados de posibles cambios en las condiciones del mercado que pueden afectar negativamente a las carteras gestionadas. En condiciones normales de mercado, las pruebas de resistencia identifican las debilidades potenciales de los productos y estrategias de inversión y ayudan a las empresas gestoras de fondos a ajustar su gestión del riesgo de cartera y a prepararse operativamente para una crisis. Durante los períodos de crisis, las pruebas de resistencia respaldan el ajuste a las especificidades de la crisis, la gestión de la misma y la comunicación de información a la autoridad de resolución. Por tanto, las pruebas de resistencia constituyen instrumentos de gestión del riesgo y de toma de decisiones.

Los fondos de inversión tienen distintas características, todas las cuales influyen en el riesgo de liquidez de un determinado fondo y, por tanto, en el diseño de una prueba de resistencia significativa a escala de cada fondo.

El lado del activo se caracteriza, por ejemplo, por los principales mercados e instrumentos, la estrategia de inversión y el horizonte temporal, el enfoque geográfico, las concentraciones de cartera, la rotación de cartera y el volumen habitual de negocio. El lado del pasivo se caracteriza por la base de inversores del fondo de inversión, que puede estar integrada por inversores minoristas o inversores institucionales o una combinación de ambos, todos ellos con su estructura de cartera y sus necesidades de liquidez particulares, probablemente con sus propios requisitos regulatorios (bancos, empresas de seguros y fondos de pensiones) y, por tanto, con un comportamiento inversor específico. La concentración de tipos de inversores en un fondo de inversión resulta de especial relevancia, porque si es elevada puede dar lugar a muchas solicitudes de reembolso simultáneas.

⁽¹⁾ Debe resaltarse que el uso de períodos de preaviso conlleva dificultades prácticas debido a la demora entre una orden y su ejecución. En particular, los fondos que siguen una referencia tendrían incentivos para operar lo más cerca posible del final del período de preaviso para maximizar sus resultados, aunque ello tenga un efecto negativo sobre el mercado.

Dada la heterogeneidad de los fondos de inversión, no hay especificaciones obligatorias para los escenarios de las pruebas de resistencia. En consecuencia, los parámetros, el ámbito, la periodicidad y el grado de complejidad de las pruebas de resistencia varían actualmente en el conjunto del sector. No obstante, existen algunos enfoques significativos consolidados que cubren ambos lados del balance. Las pruebas de resistencia del lado del pasivo de un fondo de inversión son simulaciones de reembolsos, normalmente calibradas en función de un análisis de la estabilidad de los pasivos, que a su vez depende del tipo de inversor y de la concentración de los pasivos. Las simulaciones pueden incluir escenarios de reembolso históricos o hipotéticos, reembolsos por los principales inversores, reembolsos equivalentes a los mayores históricamente registrados y un análisis de las tendencias de mercados y los grupos de comparación. Las pruebas de resistencia deben incluir también el lado del activo de los fondos de inversión mediante una simulación de la liquidez de sus activos en distintas situaciones de mercado. Esta simulación tiene en cuenta la capacidad del fondo de vender activos sin que ello tenga una gran repercusión sobre el precio. Los escenarios considerados pueden incluir una reducción de los volúmenes de contratación en ciertos instrumentos o segmentos del mercado (pérdidas sufridas tras un aumento de los diferenciales demanda-oferta), estimaciones de la liquidación máxima posible en un día o del tiempo necesario para la liquidación en función del desglose de los activos del fondo de inversión (mediante, por ejemplo, grupos de liquidez), así como la interacción del riesgo de mercado y el riesgo de liquidez sobre los activos en cuestión.

Se espera que las directrices acerca de las distintas prácticas de las pruebas de resistencia reduzcan el riesgo de liquidez tanto en el ámbito del fondo de inversión como del sistema y refuercen la capacidad de las entidades de gestionar la liquidez en interés de los inversores, lo que incluye reducir los períodos inesperados de reembolso. Las pruebas de resistencia son instrumentos que respaldan el análisis de los puntos fuertes de las estrategias ya existentes. Las pruebas deben identificar los puntos débiles de la estrategia de inversión y preparar al fondo para las crisis. Si se utilizan correctamente, como una herramienta de gestión del riesgo y de toma de decisiones, las pruebas de resistencia deberían reducir el riesgo de liquidez en el ámbito del fondo de inversión y contribuir a reducir el riesgo de liquidez en el conjunto del sistema.

Las directrices deben abordar las deficiencias de los procedimientos de las pruebas de resistencia, como ha mostrado el estudio de la JERS sobre las prácticas de estas pruebas. La aplicación de las directrices de la AEVM debería permitir a las entidades conocer el nivel mínimo de los requisitos de las pruebas de resistencia y corregir las deficiencias derivadas de la aplicación de insuficientes recortes de valoración, de la periodicidad de las pruebas de resistencia y del diseño de escenarios, así como de un uso excesivamente superficial de los datos históricos. Las directrices indican que la frecuencia y el diseño de las pruebas de resistencia deben determinarse para cada fondo concreto y atendiendo a las características específicas de la empresa. Por otra parte, las directrices tienen también como objetivo obligar a las empresas a utilizar, al diseñar los escenarios de tensiones, un nivel de gravedad al menos equivalente al que pueda registrarse en el mercado. Por último, debido a la heterogeneidad del sector de los fondos de inversión, la complejidad de las pruebas de resistencia debería adecuarse al perfil específico de riesgo y de reembolso de cada fondo de inversión, sin buscar una excesiva homogeneidad en los escenarios de las pruebas. Las directrices deberían contribuir a disponer de unas pruebas de resistencia más exactas y adecuadas a cada fondo de inversión y que dejen menos dudas sobre el nivel de riesgo del conjunto del sistema.

La Recomendación C se ajusta a la obligación de la AEVM de proporcionar orientaciones sobre las pruebas de resistencia de los fondos del mercado monetario establecida en el Reglamento (UE) 2017/1131. De acuerdo con el Reglamento, la AEVM proporcionará directrices sobre los parámetros de referencia comunes a efectos de los escenarios de las pruebas de resistencia.

Los gestores de los fondos deben realizar periódicamente prueba de resistencia de los fondos de inversión que gestionan. La realización de pruebas de resistencia es obligatoria para los OICVM y los FIA, excepto en el caso de los FIA de capital fijo no apalancados o cuando no se considera adecuado para los OICVM (artículo 40, apartado 3, de la Directiva 2010/43/UE; artículo 16, apartado 1, de la Directiva 2011/61/UE; y artículo 48 del Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013). Para ambos tipos de fondos de inversión, las pruebas de resistencia permiten a los gestores del fondo evaluar el riesgo de liquidez en condiciones de liquidez normales y excepcionales. En el marco de la comunicación de información con arreglo a la Directiva 2011/61/UE, los resultados de las pruebas de resistencia deben comunicarse a las ANC, así como a la AEVM y a la JERS. El Reglamento (UE) 2017/1131 establece obligaciones detalladas de realización de pruebas de resistencia para los FMM, que podrían resultar también beneficiosas para otros tipos de fondos de inversión.

En el caso de los OICVM, las obligaciones de realizar pruebas de resistencia son menos detalladas que en el caso de los FIA. Esto es reflejo de las diferentes características de los lados del activo y el pasivo de los OICVM (es decir, las definiciones de los activos admisibles, que deben ser líquidos, y una base de inversores principalmente minoristas) y los distintos requisitos regulatorios.

Las normas sobre realización de las pruebas de resistencia para los FIA son, en cambio, más detalladas, de acuerdo con el Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013.

- a) Las pruebas de resistencia deben simular una escasez de liquidez y unas solicitudes de reembolso atípicas. Han de tener en cuenta, al menos, las solicitudes de reembolso recientes y las previsible en el futuro, y analizar el tiempo necesario para atenderlas. Las pruebas de resistencia deben incluir también una prueba de los factores de mercado, como el tipo de cambio, que pueden afectar al perfil de riesgo del GFIA o el FIA. Por otra parte, el enfoque de las pruebas debería incluir sensibilidades de valoración en condiciones de tensiones.
- b) El perfil de riesgo del FIA, que está en función de la estrategia de inversión, el perfil de liquidez, el tipo de inversor y la política de reembolso, determina la periodicidad de las pruebas de resistencia, a partir de un mínimo anual. El GFIA debe actuar en interés de todos los inversores en cuanto al diseño del fondo y la adecuación de las políticas y los procedimientos de gestión de la liquidez cuando las pruebas de resistencia indiquen un riesgo de liquidez significativamente más elevado de lo esperado.

Un estudio de la JERS sobre las prácticas de los gestores de fondos en materia de pruebas de resistencia mostró que la mayoría de los gestores de la Unión las realizan periódicamente. Alrededor del 93 % de los gestores de fondos incluidos en el estudio de la JERS ⁽¹⁾ realizan periódicamente pruebas de resistencia de todos sus fondos de inversión gestionados y realizan también (o tienen la capacidad de realizar) pruebas adicionales en caso de producirse cambios sustanciales. Dados los distintos tipos de fondos y gestores de fondos analizados, el estudio mostró también considerables diferencias en la periodicidad de las pruebas, el tipo de escenarios de tensiones empleados por los gestores de fondos y el grado de complejidad de las pruebas, como se detalla en los apartados siguientes:

- **Aunque se supone que las características específicas de cada fondo son las que determinan principalmente la periodicidad de la realización de las pruebas de resistencia, pocos gestores utilizan periodicidades específicas para cada fondo.** Por el contrario, suelen aplicar periodicidades específicas de la empresa en todos los fondos de inversión gestionados. Así ocurre incluso en grandes empresas de inversión que gestionan muchos tipos diferentes de fondos de inversión. Una gran parte de los gestores de fondos que utilizan periodicidades de pruebas de resistencia específicas para cada fondo distinguen entre OICVM y FIA, en lugar de utilizar distintas periodicidades para los fondos de inversión con diferentes estructuras de cartera.
- **Una gran parte de los gestores de fondos utilizan varios escenarios de liquidez, que representan normalmente distintas condiciones del mercado.** Una característica básica de cualquier prueba de resistencia es la aplicación de un escenario subyacente que represente condiciones de mercado con importantes tensiones. No obstante, la gravedad de los escenarios de tensiones empleados varía entre los distintos gestores de fondos. En algunos de estos escenarios, resulta muy dudoso que representen realmente ninguna clase de situaciones de tensiones de mercado. Por el lado del activo, algunos de los recortes de valoración aplicados son bastante reducidos y, por tanto, menos adecuados para representar cambios considerables en la liquidez del mercado. Por el lado del pasivo, los fondos de inversión que no hubieran experimentado presiones de reembolso en el pasado no deberían basar sus escenarios de reembolso únicamente en los datos históricos.
- **En línea con las considerables diferencias entre distintos tipos de fondos de inversión y gestores de fondos, la complejidad de los escenarios empleados en las pruebas de resistencia varía ampliamente entre los distintos gestores.** Algunos gestores de fondos emplean escenarios hipotéticos sencillos no respaldados por ninguna clase de datos, mientras que otros emplean métodos estadísticos complejos para diseñar escenarios de inversión específicos del fondo. Resulta difícil, por naturaleza, definir escenarios prudentes de liquidez. A diferencia del riesgo de mercado, respecto al cual hay abundante información disponible, la elaboración de modelos para las pruebas de resistencia de liquidez es mucho más complicada. Por el lado del activo, modelizar el perfil de liquidez en situaciones de tensiones puede resultar extraordinariamente difícil, especialmente en el caso de los activos para los que no hay datos de transacciones inmediatamente disponibles (como los instrumentos de renta fija). Por el lado del pasivo, anticipar el comportamiento de los inversores en situaciones de tensiones de mercado no resulta sencillo y depende de varios factores, como la proporción de inversores institucionales respecto a inversores minoristas o la proporción de clientes «estáticos». El problema es aún más pronunciado en el caso de los OICVM, pues los gestores de fondos suelen tener escasa información sobre sus perfiles de inversores. Los aspectos regulatorios parecen desempeñar únicamente un papel menor en la modelización de los escenarios. Los escenarios de tensiones se diseñan, por tanto, con arreglo a las exposiciones a clases de activos y al calendario de reembolso aplicable al fondo de inversión.

⁽¹⁾ El objetivo principal del estudio de la JERS era ofrecer una perspectiva general de las prácticas en materia de pruebas de resistencia de los gestores de activos europeos, principalmente con el fin de analizar en qué medida las pruebas de los fondos concretos incluían supuestos de tensiones de liquidez (es decir, la capacidad de un fondo de atender un gran volumen de solicitudes de reembolso). El estudio de la JERS abarcó 274 gestores de fondos de la Unión e incluyó cuestiones relativas a sus prácticas actuales en materia de pruebas de resistencia y gestión del riesgo de liquidez.

La prueba de resistencia debe analizar distintas posibles situaciones, como solicitudes de reembolso atípicas o comportamientos anormales de los precios de los activos, y puede tener también en cuenta acontecimientos como el impago por parte de una entidad de contrapartida y otros factores de riesgo (como los riesgos políticos). La AEVM debe ofrecer directrices sobre el tipo de escenarios que debe tomar en consideración un fondo de inversión para diseñar la prueba de resistencia. Estos escenarios deben incluir tanto supuestos basados en la evolución histórica de los precios como supuestos hipotéticos. Los escenarios históricos modelan los parámetros de la prueba de resistencia en función de una crisis anterior y calculan el impacto que esta tendría sobre el fondo de inversión. Dado que las crisis futuras serán probablemente diferentes a las anteriores y debido también a la dificultad de reproducir exactamente crisis previas, las pruebas de resistencia no deben basarse únicamente en escenarios históricos. Los escenarios hipotéticos pueden basarse en perturbaciones económicas o características de comportamiento de los inversores o del gestor del fondo, y su diseño debe ajustarse a las sensibilidades específicas del tipo de fondo y la estrategia del fondo.

El ejercicio de las pruebas de resistencia puede completarse con pruebas de resistencia inversas. La inclusión de estas pruebas puede aportar valiosos conocimientos sobre el comportamiento del fondo hasta su punto de inviabilidad y limita la dependencia de los escenarios históricos y la posibilidad de diseñar escenarios hipotéticos. Las pruebas de resistencia inversas pueden permitir al gestor del fondo analizar y conocer plenamente las vulnerabilidades y resolver esos riesgos.

Las pruebas de resistencia deben utilizarse en teoría en todas las etapas de la vida del fondo, desde su creación hasta su liquidación, así como en todas las decisiones de inversión del fondo. En el momento de la creación de un fondo de inversión deben realizarse pruebas de resistencia para determinar y definir los parámetros (como el perfil de riesgo y tolerancia al riesgo) del fondo, en particular la relación entre la liquidez de los activos subyacentes y la periodicidad de los posibles reembolsos, incluidos los supuestos de tensiones en los mercados. Pueden realizarse también pruebas de resistencia para evaluar los posibles ajustes de la estrategia y las condiciones de funcionamiento del fondo, así como sus decisiones de inversión. Al formular un plan de contingencia para el fondo en situaciones de tensiones, pueden utilizarse pruebas de resistencia para analizar el uso de los distintos instrumentos de gestión del riesgo de liquidez.

El momento y la frecuencia de realización de las pruebas de resistencia debe reflejar las características del fondo de inversión, como su tamaño, su estrategia de inversión, los activos subyacentes, el perfil del inversor y la periodicidad de los posibles reembolsos. En una cartera con elevada rotación o con una base de inversores muy cambiante, el perfil y el riesgo de liquidez serán probablemente más volátiles. Las pruebas de resistencia deben utilizarse más frecuentemente en esas circunstancias que en fondos de inversión con una base de inversores más estable y con períodos más largos de reembolso.

La frecuencia de las pruebas de resistencia puede depender del tipo de escenario empleado. Al emplear escenarios hipotéticos, los métodos estadísticos utilizados para elaborar los escenarios pueden actualizarse fácilmente usando nuevos datos y los parámetros de las pruebas de resistencia. Dado que este proceso es a menudo mecánico, puede emplearse con mayor frecuencia. Los escenarios hipotéticos requieren una evaluación más específica y adaptada a cada fondo de los factores que afectan a ese fondo, por lo que, al precisar un análisis más exhaustivo, este tipo de prueba de resistencia puede realizarse con menor frecuencia.

Esta recomendación no aborda la cuestión de las pruebas de resistencia macroprudenciales. Las pruebas de resistencia macroprudenciales son un campo aún pendiente de desarrollo. Las limitaciones de datos y de modelos impiden utilizar actualmente estos modelos como instrumentos eficientes de supervisión. La JERS está analizando en este momento el papel de las pruebas de resistencia macroprudenciales en la evaluación de los riesgos para la estabilidad financiera derivados de los fondos de inversión.

II.3.2 Efectos no deseados

Unas directrices concretas sobre las pruebas de resistencia pueden llevar a los gestores de fondos a actuar de forma más similar o armonizada y, en último término, a uniformizar la posición en activos de los fondos de inversión (posición unilateral). Esto podría aumentar el riesgo de comportamientos gregarios futuros y el riesgo financiero sistémico. Por otra parte, especialmente en el caso de los gestores de fondos de menor tamaño, más directrices podrían dar lugar a pruebas de resistencia adicionales y, en consecuencia, a costes más altos.

II.4 Recomendación D – Presentación de información de los OICVM

II.4.1 Justificación económica y efectos perseguidos

Recomendación D(1)-Obligaciones de información de los OICVM y de las sociedades de gestión de OICVM

La falta de un marco armonizado de presentación de información en el conjunto de los Estados miembros representa actualmente un obstáculo para la evaluación y vigilancia global de la posible contribución de los OICVM a los riesgos para la estabilidad financiera. A pesar de que muchas jurisdicciones dentro de la Unión sí establecen obligaciones de información para los OICVM, los resultados del estudio muestran que las prácticas de información varían ampliamente en términos de la frecuencia de información, los OICVM que la aportan y la información presentada ⁽¹⁾. Esto hace imposible agregar los datos nacionales y vigilar los acontecimientos en materia, por ejemplo, de riesgos de liquidez y de apalancamiento de los OICVM a escala de la Unión.

Las estadísticas del BCE sobre los fondos de inversión no son suficientes para realizar una evaluación y vigilancia global de los riesgos de liquidez y de apalancamiento de los OICVM. Aunque las estadísticas del BCE permiten a los reguladores hacer un seguimiento de los acontecimientos en el sector de los fondos de inversión de la zona del euro empleando la información de las categorías generales de activo y pasivo de los balances, incluidos los desgloses de vencimientos, los datos manejados no son suficientes para realizar una evaluación adecuada del riesgo. En particular, no hay datos detallados sobre las operaciones con los distintos instrumentos y las exposiciones individuales, que resultan precisos para evaluar adecuadamente la evolución de la liquidez de la cartera de los OICVM. Tampoco pueden vigilarse adecuadamente las tendencias en el uso del apalancamiento, pues los datos disponibles solo permiten calcular el empleo del apalancamiento financiero (es decir, a través de préstamos), y no hay una medición más global del apalancamiento que incluya el uso de derivados (apalancamiento sintético). Por otra parte, en este momento las estadísticas del BCE no diferencian entre OICVM y FIA, una distinción importante para la adecuada vigilancia de los riesgos, pues estos fondos operan con arreglo a regímenes regulatorios muy diferentes.

Establecer un marco armonizado de presentación de información de OICVM para el conjunto de la Unión podría resultar eficiente desde el punto de vista de la vigilancia y reducir también las actuales ineficiencias y costes de presentación de información tanto para las autoridades competentes como para el sector. Desde la entrada en vigor de la Directiva 2011/61/UE, las ANC y los GFIA han mejorado su capacidad técnica y han adquirido experiencia sobre el marco global de presentación de información en la UE establecido en esta Directiva. En la medida en que un nuevo marco de presentación de información de los OICVM se base en los sistemas actualmente existentes de presentación de información técnica, las autoridades competentes y los gestores de fondos que gestionan FIA y OICVM y los gestores de fondos que gestionan OICVM con distintas obligaciones de información en diversos territorios se beneficiarían de mayores sinergias en la presentación de información.

Al establecer el marco de presentación de información de los OICVM, la Comisión debe tener en cuenta que los OICVM operan con un régimen regulatorio más estricto que los FIA. Un marco de presentación de información menos exhaustivo sería suficiente para la correcta vigilancia de los riesgos para la estabilidad financiera relacionados con los OICVM.

La Comisión debe tener también en cuenta otras iniciativas en curso que pueden afectar a este marco armonizado de presentación de información. La Comisión debe tomar en consideración las aportaciones al respecto de la AEVM y las ANC, así como las posibles nuevas medidas alternativas o modificadas del apalancamiento que está desarrollando actualmente la OICV. Por otro lado, deben tenerse también en cuenta las obligaciones de información establecidas en el Reglamento (UE) 2017/1131 sobre fondos del mercado monetario.

Unas obligaciones de información detalladas sobre las características de liquidez facilitarían la vigilancia del posible riesgo sistémico derivado de las transformaciones y desajustes de liquidez de los OICVM. Los OICVM están sujetos a normas detalladas sobre admisibilidad de activos y, por tanto, invierten normalmente en activos más líquidos, aunque algunos OICVM pueden invertir también en clases de activos menos líquidos, como ciertos tipos de fondos de renta fija (mercados emergentes o bonos de alto rendimiento). Dado que los OICVM están sujetos también a requisitos mínimos en materia de periodicidad de reembolso, pueden presentar asimismo un mayor riesgo de liquidez. En el caso de estos OICVM, el marco legislativo actual sigue teniendo una posible laguna de datos, pues no están obligados a presentar información a las ANC del mismo modo que los FIA. El ámbito de aplicación del actual marco de presentación de información no es, por tanto, completo (Directiva 2011/61/UE frente a Directiva 2009/65/CE) y no incluye indicadores armonizados del riesgo de liquidez significativos y fáciles de interpretar. Esto reviste especial importancia para la vigilancia de los acontecimientos desde el punto de vista macroprudencial y para la agregación de las medidas individuales de los distintos sectores y territorios.

⁽¹⁾ Por ejemplo, la Comisión de Supervisión del Sector Financiero de Luxemburgo (*Commission de Surveillance du Secteur Financier* – CSSF) introdujo a principios de 2016 una obligación de presentación de información sobre riesgos por los OICVM, los cuales deben presentar semestralmente datos relativos a diversos factores de riesgo, como el apalancamiento, el riesgo de contraparte, el riesgo de crédito y el riesgo de liquidez. Puede obtenerse más información en <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>.

Para poder hacer un seguimiento del desajuste de liquidez en los OICVM, estos deberían estar obligados a presentar información tanto sobre su activo como sobre su pasivo. Los GFIA deben presentar información sobre el perfil de liquidez de su FIA, lo que aporta una información útil sobre la evaluación de la liquidez (por el GFIA) de los activos invertidos del FIA y la estructura de sus inversores. Esto debería utilizarse también como base para la presentación de información por los OICVM, complementándola con información sobre la disponibilidad y el uso de diversos instrumentos de gestión de la liquidez a disposición de los OICVM. Otros datos a presentar podrían ser, por ejemplo, los relativos al volumen de los reembolsos históricos.

La recogida de otros datos facilita una evaluación global de la posible contribución de estos OICVM al riesgo financiero o sistémico. En particular, la fuente de apalancamiento es de interés para poder realizar una evaluación adecuada de los riesgos derivados, por ejemplo, del uso del apalancamiento por los OICVM. Los OICVM deberían aportar también, entre otras cosas, información sobre la estrategia de inversión, los instrumentos negociados y las exposiciones individuales, el perfil de riesgo de mercado, el perfil de riesgo de crédito y de contraparte y el perfil de riesgo de liquidez. Esta información podría proporcionar una indicación del riesgo de ventas forzadas, concentración de entidades de contrapartida e interconexión con el sistema financiero global. Esto incluye también clases de posiciones de derivados y técnicas e instrumentos como los acuerdos de recompra y las operaciones de préstamo de valores. Las obligaciones de presentación de información de la Directiva 2011/61/UE establecen requisitos similares, que podrían complementarse con aspectos específicos de los OICVM, como, por ejemplo, la gestión eficiente de la cartera. El GFIA debe proporcionar información sobre el perfil de riesgo y las principales clases de activos en los que invierte el FIA, incluidas las correspondientes posiciones de derivados brutos, a corto y a largo plazo. En cualquier caso, los GFIA están también obligados a presentar información sobre la fuente del endeudamiento en efectivo ⁽¹⁾.

Una parte económicamente relevante del sector de los OICVM aplica estrategias en las que el apalancamiento (incluido el apalancamiento sintético) solo está indirectamente restringido. En relación con el uso del apalancamiento financiero a través de operaciones de financiación de valores o apalancamiento sintético a través de exposiciones a derivados, los OICVM solo pueden crear exposiciones (calculadas con arreglo a su planteamiento de compromisos) hasta un importe máximo equivalente a su valor liquidativo total (véase el recuadro 1b). No obstante, de acuerdo con la Directiva 2009/65/CE, los Estados miembros pueden permitir también a los OICVM calcular su exposición global empleando un método de valor en riesgo (VaR) u otras metodologías avanzadas de medición de riesgos, en lugar del método de los compromisos ⁽²⁾. Para estos fondos de inversión, el uso del apalancamiento solo está restringido indirectamente por las limitaciones al riesgo de mercado del fondo ⁽³⁾. Es decir, los fondos que utilizan el método del VaR absoluto están limitados a una cifra del VaR absoluto que no exceda del 20 % del valor liquidativo. Por su parte, los fondos de inversión que emplean el método del VaR relativo están limitados a no exceder del doble del riesgo de pérdida con un determinado modelo de VaR comparado con una cartera similar, pero desapalancada. Es importante señalar que estos métodos del VaR permiten un apalancamiento más alto que el método de los compromisos, dependiendo de la volatilidad de los activos subyacentes. Un estudio realizado por la JERS en 11 países de la Unión indica que el subgrupo de los OICVM que emplean métodos de VaR para calcular la exposición global puede representar entre el 27 % y el 50 % del sector de OICVM de la Unión en términos de valor liquidativo.

La presentación de información homogénea sobre el apalancamiento de todos los OICVM y los FIA debe ser el objetivo y debe respaldar la vigilancia de los fondos de inversión no sujetos a límites de apalancamiento en el sector de los fondos de inversión de la Unión. El FSB recomienda que las autoridades recopilen datos sobre el apalancamiento de los fondos de inversión, vigilen su uso por los fondos de inversión no sujetos a límites de apalancamiento o que puedan representar riesgos importantes relacionados con el apalancamiento para el sistema financiero y adoptar en cada caso las medidas pertinentes. Al mismo tiempo, se ha solicitado a la OICV que identifique o desarrolle medidas homogéneas del apalancamiento en los fondos de inversión para poder realizar un seguimiento más significativo del apalancamiento a efectos de la estabilidad financiera y contribuir a asegurar la posibilidad de realizar comparaciones directas entre los fondos de inversión a escala global a finales de 2018 ⁽⁴⁾. Por tanto, el fin último debe ser la presentación de información armonizada sobre el apalancamiento, de acuerdo con las medidas homogéneas del apalancamiento que se espera desarrolle o identifique la OICV. La armonización del marco de presentación de información para los OICVM y la presentación de información sobre el apalancamiento en los FIA establecido en la Directiva 2011/61/UE debería desarrollarse siguiendo estas líneas y facilitaría la vigilancia de los fondos de inversión apalancados en el conjunto del sector de los fondos de inversión de la Unión. La Comisión debería, por tanto, desarrollar un marco armonizado para el conjunto de la Unión y de los OICVM y FIA, teniendo en cuenta la dimensión internacional y el objetivo de desarrollar enfoques uniformes para los distintos métodos de cálculo del apalancamiento (los métodos notacional, bruto y de los compromisos). Esto facilitaría también la vigilancia del apalancamiento de los OICVM que solo operan con restricciones indirectas al apalancamiento.

⁽¹⁾ Véase, por ejemplo, el anexo IV del Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013.

⁽²⁾ Véase, por ejemplo, el artículo 41, apartado 3 de la Directiva 2010/43/UE.

⁽³⁾ Véase CESR (Nivel 3), «Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS», 28 de julio de 2010.

⁽⁴⁾ Véanse las Recomendaciones 10 y 11 del Consejo de Estabilidad Financiera, «Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities», enero de 2017.

La presentación de información sobre el apalancamiento con arreglo al método de los compromisos conforme a la Directiva 2011/61/UE exigiría que los OICVM añadan su valor liquidativo a su exposición medida por el método de los compromisos del OICVM. Actualmente, los métodos empleados para calcular la exposición según el método de los compromisos difieren ligeramente entre las Directivas 2009/65/CE y 2011/61/UE. Mientras la Directiva 2011/61/UE obliga a los FIA a calcular su exposición a compromisos como la suma del valor absoluto de todas las posiciones, los fondos OICVM solo están obligados a calcular la exposición incremental generada por el uso del apalancamiento (véase el cuadro 3). Dado que los OICVM no están autorizados a tomar prestado efectivo no garantizado para fines de inversión y que las normas para el cálculo de la exposición a través de operaciones de financiación de valores y derivados se asemejan a las establecidas en la Directiva 2011/61/UE, el método de los compromisos de los OICVM puede adecuarse a esta Directiva 2011/61/UE obligando a los OICVM a añadir el valor liquidativo a su exposición.

En este contexto, el nuevo régimen de presentación de información sobre el riesgo de los OICVM debería incluir también información sobre sus pruebas de resistencia. Esto incluiría información sobre los resultados de las pruebas de resistencia estandarizadas univariante y sobre los escenarios de las pruebas de resistencia propios de los gestores de fondos, así como sobre los resultados relevantes.

Cuadro 3

Cálculo de la exposición de los fondos de inversión según los métodos de los compromisos

	DGFIA	OICVM	
		Cálculo actual	Modificaciones recomendadas
Definición de la exposición	Suma de los valores absolutos de todas las posiciones	Exposición y apalancamiento incrementales generados a través del uso de instrumentos derivados financieros	Añadir los valores liquidativos
Apalancamiento financiero	Reutilización de endeudamiento en efectivo		
	El mayor del valor de mercado de la inversión realizada o el importe total del efectivo tomado en préstamo	No se permite el endeudamiento en efectivo no garantizado para fines de inversión	Ninguna
	Operaciones de financiación de valores		
	Valor de mercado del activo de garantía recibido (incluido efectivo) al reinvertirlo	Valor de mercado del activo de garantía recibido (incluido efectivo) al reinvertirlo	Ninguna
Apalancamiento sintético neto	Derivados		
	Suma del valor de mercado de la posición equivalente en el activo subyacente una vez tenidos en cuenta los mecanismos de compensación y cobertura.	Suma del valor de mercado de la posición equivalente en el activo subyacente una vez tenidos en cuenta los mecanismos de compensación y cobertura.	Ninguna

Recomendación D(2) - Frecuencia y cobertura de las obligaciones de información para los OICVM y las sociedades de gestión de OICVM

Los datos mencionados en la Recomendación D1 deberían presentarlos trimestralmente una parte suficiente y (desde el punto de vista de la estabilidad financiera) relevante del conjunto de los OICVM y las sociedades de gestión de OICVM. La composición de la cartera de los fondos de inversión, la liquidez de las carteras y el uso del apalancamiento (en particular, mediante el uso de derivados) pueden experimentar cambios importantes a corto plazo. En consecuencia, es necesario presentar información al menos trimestralmente para vigilar adecuadamente y, en caso necesario, reaccionar frente a los acontecimientos que puedan contribuir a un aumento de los riesgos para la estabilidad financiera. Dadas las diversas estrategias de inversión y tamaños de los OICVM y las sociedades gestoras de OICVM, la medida en que un fondo o un grupo de fondos de inversión pueden contribuir al riesgo sistémico tenderá a variar. Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, la presentación de información trimestral por un subgrupo suficiente de OICVM y sociedades de gestión de OICVM sería adecuada para realizar esta vigilancia y limitaría, al mismo tiempo, la carga global de presentación de información del sector.

El subgrupo de OICVM que deberían presentar información trimestralmente debería incluir al menos a aquellos que empleen el enfoque de valor en riesgo (VaR) para medir su exposición global. Al realizar operaciones con derivados, estos OICVM emplean generalmente estrategias de inversión más complejas y pueden recurrir también a un nivel importante de apalancamiento. Además de este subgrupo de OICVM, la Comisión debería tener también en cuenta características como el volumen de los activos bajo gestión y, potencialmente, la estrategia de inversión y el perfil de liquidez, de modo que una parte relevante de los OICVM y las sociedades de gestión de OICVM informen trimestralmente.

La vigilancia efectiva de los acontecimientos y el posible aumento de los riesgos para la estabilidad en el sector de los OICVM en general requeriría que un subgrupo suficiente del conjunto de los OICVM y las sociedades de gestión de OICVM informen sobre un subgrupo suficiente de datos al menos anualmente. Establecer la presentación de información anual para una parte suficiente del sector de los OICVM permitiría, junto con los datos disponibles sobre los FIA, vigilar la evolución general de los acontecimientos en el conjunto del sector de los fondos de inversión de la Unión. Debe resaltarse que la presentación de información anual se ajustaría a la periodicidad mínima de presentación de información establecida en la Directiva 2011/61/UE. Esto aseguraría la posibilidad de vigilar al menos anualmente el riesgo para la estabilidad financiera asociado al sector de los fondos de inversión, tanto respecto a los OICVM como a los FIA, y permitiría también realizar comparaciones significativas a lo largo del tiempo entre los acontecimientos que afectan a los OICVM y los que afectan a los FIA, así como identificar los posibles cambios estructurales que puedan contribuir al aumento del riesgo sistémico.

Se recomienda a la Comisión que tenga en cuenta los activos bajo gestión totales de los OICVM y las sociedades de gestión de OICVM al determinar qué entidades deben quedar sujetas a la obligación de información anual. El uso de los activos bajo gestión para determinar las obligaciones de presentación de información se ajusta a las prácticas actuales de determinación de las obligaciones de información de los GFIA. La Comisión podría considerar también otras características, como el uso del apalancamiento entre los OICVM, el enfoque empleado para calcular la exposición global y la estrategia de inversión de los OICVM para determinar qué entidades deben quedar sujetas a las obligaciones de presentación de información anual.

En el marco de la Directiva 2011/61/UE, la frecuencia de presentación de información de los GFIA podría emplearse como referencia para determinar la frecuencia de presentación de información de los OICVM y las sociedades de gestión de OICVM, con arreglo a las tres categorías de información (trimestral, anual o ninguna información). Las frecuencias actuales de presentación de información⁽¹⁾ para los GFIA autorizados que gestionan FIA de la Unión (en línea con las de los OICVM y las sociedades de gestión de OICVM que requieren siempre autorización y tienen domicilio en la UE) pueden resumirse del modo siguiente:

- los GFIA que gestionan FIA con unos activos bajo gestión totales inferiores al umbral de 100 millones de euros pueden optar por ser autorizados y presentar información sobre el gestor y sobre el fondo anualmente;
- si los activos bajo gestión totales de un GFIA exceden del umbral de 100 millones de euros pero no del umbral de 1 000 millones de euros, el GFIA tiene una obligación de información semestral tanto sobre el gestor como sobre el fondo, excepto en el caso de aquellos fondos con unos activos bajo gestión superiores a 500 millones de euros;
- si los activos bajo gestión de un GFIA exceden del umbral de 1 000 millones de euros, el GFIA tiene obligación de información trimestral tanto sobre el gestor como sobre el fondo.

⁽¹⁾ «Directrices sobre las obligaciones de información de los artículos 3(3)(d) y 24(1), (2) y (4) de la DGfIA» (ESMA/2014/869EN). Debe resaltarse que este resumen no tiene en cuenta las frecuencias de información de los FIA que invierten en empresas y emisores no cotizados para obtener el control (una estrategia de inversión que no pueden seguir los OICVM).

La Comisión podría colaborar con la AEVM y las ANC para establecer un enfoque razonable para determinar el subgrupo de OICVM y de sociedades de gestión de OICVM correspondiente a cada categoría de presentación de información. Colaborar con la AEVM y las ANC ofrece la oportunidad de aprender de las experiencias actuales sobre la presentación de información en el marco de la Directiva 2011/61/UE al elaborar el marco de presentación de información para los OICVM y las sociedades de gestión de OICVM. Debe resaltarse que, junto a esto, la Comisión (en cooperación con la AEVM y las ANC) podría tener también en cuenta otros objetivos distintos a la vigilancia de los riesgos para la estabilidad financiera (como la protección de los inversores) que podrían requerir una mayor frecuencia de presentación de información. Una vez establecido, el régimen de presentación de información de los OICVM y las sociedades de gestión de OICVM debería revisarse tras un determinado período de aplicación para evaluar la idoneidad de su ámbito de aplicación y su periodicidad.

La Comisión debería tratar de encontrar el equilibrio adecuado entre maximizar los beneficios derivados de una mayor vigilancia del riesgo y minimizar los costes que generarían las nuevas obligaciones de información.

A más largo plazo, todos los territorios se beneficiarán probablemente de un marco de presentación de información de OICVM similar a los sistemas y las configuraciones de presentación de información técnica ya aplicados en la Directiva 2011/61/UE. A corto plazo, no obstante, la transición a un nuevo régimen de presentación de información sobre los OICVM y las sociedades de gestión de OICVM generaría costes tanto para el sector de los fondos de inversión como para las autoridades de supervisión. Para las autoridades competentes, los costes a corto plazo diferirán probablemente en los distintos países, pudiendo corresponder la mayor carga a aquellos que actualmente no tienen obligaciones de información. Para el sector, los costes de un nuevo marco unificado de presentación de información de OICVM variarán probablemente entre las distintas sociedades de gestión de OICVM. Por ejemplo, los gestores de fondos que gestionen OICVM en varios países tendrán algunos costes iniciales adicionales de información, aunque se beneficiarán de una mejora en la eficiencia global de la presentación de información y una reducción de los costes respecto a la situación actual de diversidad de regímenes y obligaciones de información en los distintos países. Del mismo modo, las sociedades de gestión que gestionan tanto OICVM como FIA deberán hacer frente únicamente a pequeños costes aislados e informarán sobre sus OICVM empleando los sistemas y configuraciones de presentación de información actualmente existentes para sus FIA. Las sociedades de gestión de OICVM de pequeño tamaño que gestionan OICVM solo en un país tendrán probablemente los mayores costes a corto plazo por el nuevo régimen de presentación de información de OICVM, pues las ganancias de eficiencia serán pequeñas, en el mejor caso, respecto a la situación actual. La nueva presentación de información sobre riesgos incluirá costes administrativos y de cumplimiento correspondientes al establecimiento del sistema de presentación de información, así como costes periódicos asociados a la elaboración de los informes. A su vez, estos costes adicionales podrían dar lugar a economías de escala y afectar tal vez a la estructura del sector.

Recomendación D(3)-Presentar y compartir información de forma armonizada

Las ANC deberían estar obligadas a compartir la información presentada por los OICVM y las sociedades de gestión de OICVM con otras autoridades de la Unión, la AEVM y la JERS. La obligación de compartir información facilita el análisis colectivo de la posible contribución de los OICVM al aumento del riesgo sistémico y da lugar a una respuesta común. Por otra parte, uno o más OICVM podrían, en un determinado momento, constituir una fuente importante de riesgo de contraparte para una entidad de crédito u otra entidad sistémicamente importante en uno o más Estados miembros, lo que subraya la importancia de disponer de un marco adecuado para compartir con otras autoridades la información presentada.

Se recomienda a la Comisión que aplique las disposiciones y prácticas actualmente vigentes en materia de compartir información de la Directiva 2011/61/UE al nuevo marco de presentación de información de los OICVM⁽¹⁾. La Directiva 2011/61/UE obliga a las ANC a compartir la información recogida sobre los GFIA y los FIA con otras autoridades, la AEVM y la JERS. Por su parte, el intercambio de información entre la AEVM y la JERS sobre los datos recogidos con arreglo a la Directiva 2011/61/UE se basa en un Memorando de Entendimiento. Las ANC del Estado miembro de origen pueden exigir también información adicional fuera del marco de presentación de información periódicamente o en casos concretos si lo consideran necesario para la efectiva vigilancia del riesgo sistémico. Por último, el intercambio armonizado de información está también respaldado con arreglo a la Directiva 2011/61/UE por las normas técnicas de ejecución elaboradas por la AEVM, en las que se establecen los procedimientos para el intercambio de información entre las ANC y entre estas y la AEVM.

II.4.2 Efectos no deseados

Un nuevo marco de presentación de información de OICVM crea costes relacionados con los procesos de recogida e intercambio de datos que deben aplicar las sociedades de gestión y las ANC. Cualquier intento de mejorar la presentación de información por los OICVM y las sociedades de gestión de OICVM debería, por tanto, tener debidamente en cuenta el principio de proporcionalidad y tratar de reducir los costes que puedan derivarse. En particular, la mejora de la información de los OICVM podría imponer una carga innecesaria a los participantes en el sector de menor tamaño. Por ello, al establecer las obligaciones de información, el marco de presentación de información de los OICVM debería tener en cuenta la contribución potencial de cada fondo de inversión al aumento del riesgo sistémico. Este marco debería considerar otras formas de reducir los costes asociados y tener en cuenta los marcos de información ya existentes para los que el sector y las autoridades competentes han desarrollado ya normas técnicas. En particular, dado

⁽¹⁾ Véanse, por ejemplo, los artículos 50, 52 y 54 de la Directiva 2011/61/UE.

que algunas sociedades de gestión de OICVM tienen también una licencia como GFIA y que algunos campos de información serán probablemente similares para los OICVM y los FIA, sería razonable que el formato del marco de información de los OICVM se base en el marco de información actualmente existente con arreglo a la Directiva 2011/61/UE. El marco de presentación de información de los OICVM debería tener también en cuenta en la máxima medida posible las obligaciones de información a las que ya están sujetas estos fondos de inversión. En particular, la recopilación de datos del BCE respecto al balance de los fondos de inversión incluye ya información detallada sobre su activo y su pasivo (véase el Reglamento (UE) n.º 1073/2013 del Banco Central Europeo⁽¹⁾). No obstante, estos datos no están disponibles para el conjunto de la Unión y normalmente no son suficientemente detallados como para aportar conocimientos útiles sobre el riesgo de liquidez y el apalancamiento asociados a los fondos de inversión.

II.5 Recomendación E – Directrices sobre el artículo 25 de la Directiva 2011/61/UE

II.5.1 Justificación económica y efectos perseguidos

Recomendación E(1) - Evaluación del riesgo sistémico asociado al apalancamiento

Los gestores de fondos de inversión están obligados a comunicar a las ANC datos detallados de cada FIA apalancado que gestionen. Los datos, que pueden incluir hasta 301 elementos, incluyen información detallada sobre el uso del apalancamiento por el fondo de inversión, su tamaño, estrategias de inversión, exposiciones principales, orientación geográfica, titularidad y concentración de los inversores, instrumentos negociados, riesgo de mercado, perfil de riesgo de contraparte, perfil de liquidez (incluido el perfil de reembolso) y aspectos operativos y otros aspectos de riesgo. Debe resaltarse que se considera que los FIA con una ratio de apalancamiento superior al triple de su valor liquidativo, calculado con arreglo al método de los compromisos, emplean apalancamiento de forma sustancial. Los gestores de estos fondos tienen que informar, además, de las cinco fuentes principales de endeudamiento en efectivo y valores.

Los datos detallados a disposición de las ANC respaldan las evaluaciones del riesgo sistémico relacionado con el apalancamiento, aunque dejan un amplio margen para distintos enfoques nacionales. Por ejemplo, los datos comunicados incluyen dos medidas del apalancamiento (una exposición bruta y también una medida neta que da cuenta de las exposiciones apalancadas empleadas para fines de compensación o cobertura), respecto a cuyo uso e interpretación las autoridades pueden tener perspectivas diferentes. Por otra parte, la comunicación detallada de datos puede dar lugar a diferencias nacionales respecto a si es necesario incluir datos adicionales más allá del uso del apalancamiento en una evaluación. Puede haber también diferencias respecto a la necesidad de evaluar la contribución del uso del apalancamiento en los FIA a la generación de riesgo sistémico.

La naturaleza internacional del sector de los FIA hace preciso un enfoque más coordinado de la evaluación del riesgo sistémico relacionado con el apalancamiento y las posibles medidas de atenuación. Los FIA suelen invertir y tener vinculaciones con entidades financieras de otros países, por lo que las posibles repercusiones económicas del desapalancamiento o la inviabilidad de los fondos no se limitan a los países en los que tienen su domicilio. También es relativamente fácil para los gestores de fondos y para los propios fondos reubicarse en otros países, lo que resalta aún más la importancia de un enfoque más coordinado de las evaluaciones y las posibles medidas de atenuación.

Para asegurar que las ANC evalúen de forma homogénea la concurrencia de las condiciones para imponer medidas relacionadas con el apalancamiento, la AEVM debería, como primera medida, proporcionar orientaciones sobre un conjunto común de indicadores. Estas orientaciones facilitarían el uso efectivo de la amplia información a disposición de las ANC con arreglo a la Directiva 2011/61/UE e inducirían a las ANC a evaluar en qué medida el uso del apalancamiento en el sector de los FIA contribuye al aumento del riesgo sistémico. La puesta en práctica de las medidas de política previstas en el artículo 25 de la Directiva 2011/61/UE, incluidos los límites macroprudenciales al apalancamiento u otras restricciones a la gestión de los FIA, requiere un marco que permita evaluar si las medidas finalmente aplicadas a nivel de cada fondo de inversión limitan efectivamente la contribución del apalancamiento al aumento de los riesgos sistémicos en el sector de los FIA.

Para respaldar un uso armonizado de los indicadores, se recomienda también que la AEVM proporcione orientaciones sobre su interpretación. La AEVM está desarrollando en este momento una base de datos del conjunto de la UE que recogerá todos los datos comunicados a las ANC conforme a la Directiva 2011/61/UE a escala nacional. Cuando esté disponible, esta base de datos debería permitir a la AEVM desarrollar perspectivas cuantitativas sobre la interpretación de los indicadores dentro del marco de evaluación; por ejemplo, examinando estadísticas resumidas básicas sobre indicadores concretos como la media, la mediana, los valores mínimo y máximo comunicados y la distribución de los valores comunicados.

(1) Reglamento (UE) n.º 1073/2013 del Banco Central Europeo, de 18 de octubre de 2013, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión (BCE/2013/38) (DO L 297 de 7.11.2013, p. 73).

El marco de evaluación debería incluir indicadores que reflejen el nivel, la fuente y los distintos usos del apalancamiento. El apalancamiento financiero a través de endeudamiento u operaciones de financiación de valores aumenta el riesgo de liquidez de financiación de un fondo de inversión, pues pueden aumentar los costes de crédito o los requerimientos de márgenes. Por su parte, el uso del apalancamiento sintético aumenta la sensibilidad del fondo de inversión a las perturbaciones de los mercados de derivados y el riesgo de que los ajustes de márgenes causados por pequeñas fluctuaciones de precios a la baja puedan obligar a un fondo a realizar ventas forzadas de activos.

El marco debe recoger en la máxima medida posible los canales a través de los cuales puede materializarse el riesgo sistémico, como se explica a continuación.

- a) **La contribución potencial de cada fondo y del sector de los FIA en su conjunto al riesgo de ventas forzadas.** El perfil de reembolso de un fondo de inversión es uno de los aspectos del riesgo de ventas forzadas. Ofrecer la posibilidad de solicitar el reembolso a corto plazo (especialmente, a diario) y con períodos cortos de preaviso hace a los fondos más susceptibles de sufrir fugas de inversores, que pueden desencadenar ventas forzadas. Otro aspecto del perfil de reembolso de los fondos de inversión es su base de inversores, pues una mayor concentración de un determinado tipo de inversores (especialmente, cuando se combina con una frecuencia de reembolso corta) aumenta el riesgo de que se desencadenen ventas forzadas solo con que un inversor o un pequeño grupo de ellos decidan reembolsar sus participaciones. El perfil de liquidez del fondo de inversión es un segundo aspecto del riesgo de ventas forzadas. La liquidez de la cartera de un fondo de inversión es fundamental para su capacidad de atender las solicitudes de reembolso y los ajustes de los márgenes sin tener que recurrir a ventas forzadas de activos. La capacidad de liquidar partes de la cartera depende, en gran medida, de las características de esta: aspectos como la elevada concentración de exposiciones al crédito de contraparte o de determinados instrumentos aumenta las posibilidades de que el fondo se vea obligado a realizar una venta forzada en caso de inviabilidad de la entidad de contrapartida. Estos efectos pueden amplificarse aún más en el caso de las carteras complejas (es decir, aquellas que operan con una gran proporción de instrumentos OTC o reciclan muchos activos de garantía).
- b) **Las interconexiones directas de los fondos de inversión y del sector de los FIA en su conjunto con las entidades financieras.** El uso del apalancamiento puede aumentar el riesgo de que un fondo de inversión sufra tensiones financieras, que podrían transmitirse a las contrapartes del fondo y al conjunto del sistema financiero (el «canal de contraparte»). Las entidades de contrapartida pueden ser bancos o intermediarios que tengan vínculos directos de contratación o hayan concedido financiación a un fondo apalancado. Un fondo de inversión apalancado puede extender los riesgos al conjunto del sistema financiero a través de sus interconexiones con sus inversores y su financiación de otros intermediarios financieros y empresas (el «canal de la interconexión»). Una forma de recoger las interconexiones directas con las entidades financieras es medir la concentración de las exposiciones de contraparte a un fondo de inversión. Los fondos de inversión pueden tener también vínculos directos con instituciones financieras a través de su base de inversores y sus inversiones de cartera.
- c) **La participación directa o indirecta en la intermediación del crédito de cada fondo de inversión y del sector de los FIA en su conjunto.** Los fondos de inversión apalancados pueden contribuir a una excesiva intermediación del crédito y al riesgo de interrupciones en el proceso de intermediación del crédito cuando cambia el ciclo de crédito. El uso del apalancamiento permite a los fondos de inversión conceder directamente más crédito a la economía real o facilitar una mayor intermediación del crédito por las entidades de crédito. En relación con lo segundo, los fondos de inversión pueden proporcionar financiación directa al sector bancario, invertir en crédito estructurado y asumir el riesgo de crédito a través de derivados. Pueden aparecer riesgos sistémicos por detenciones bruscas de la aportación de liquidez y financiación a largo plazo a las entidades financieras, por reducciones bruscas de la liquidez del mercado para instrumentos financieros importantes para la intermediación del crédito o por insuficiente separación de los riesgos ⁽¹⁾.

La AEVM debería proporcionar orientaciones sobre el desarrollo de un marco de evaluación factible. Aunque los posibles canales de riesgo sistémico pueden clasificarse de forma general en teoría, en la práctica están interrelacionados y tienden a realimentarse mutuamente. Los mecanismos subyacentes del riesgo sistémico a través de estos canales pueden ser también complejos y cambiantes. Por todo ello, la contribución de los fondos de inversión al riesgo sistémico no puede reflejarse fácilmente mediante indicadores concretos, lo que hace necesario encontrar un equilibrio entre desarrollar un marco que sea sencillo y factible, frente a un marco más complejo pero difícil de poner en práctica. Como principio básico, solo deben formar parte del marco aquellos indicadores que hagan claramente más fácil evaluar la contribución de los fondos de inversión y del sector de los FIA en su conjunto a los riesgos sistémicos relacionados con el apalancamiento.

⁽¹⁾ Bengtsson, E., «Investment funds, shadow banking and systemic risk.» Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol. 24(1), pp. 60-73.

Las orientaciones de la AEVM sobre el marco de evaluación deberían ofrecer también una base suficiente para que las ANC expliquen su decisión de adoptar medidas de política macroprudencial. Las ANC del Estado miembro de origen de los GFIA deberían informar a la AEVM, la JERS y las ANC de los FIA de los motivos de las medidas macroprudenciales que puedan adoptar para limitar el grado de contribución del uso del apalancamiento al aumento del riesgo sistémico en el sistema financiero o a los riesgos de desórdenes en los mercados ⁽¹⁾. Posteriormente, la AEVM debería ofrecer sus recomendaciones sobre la medida y analizar también si se han cumplido en principio las condiciones para la aplicación de las medidas de política ⁽²⁾. Si las ANC disponen de un marco de evaluación detallado que puedan seguir, será más probable que alcancen un acuerdo con la AEVM sobre la necesidad de adoptar una determinada medida.

El cuadro 4 ofrece un ejemplo de un conjunto de indicadores comunes que podrían formar parte del marco de evaluación recomendado. Los indicadores se derivan de los análisis realizados por el BCE y por De Nederlandsche Bank (DNB) ⁽³⁾, Oesterreichische Nationalbank (OeNB) ⁽⁴⁾ y la Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido ⁽⁵⁾. Estos indicadores facilitan la evaluación del nivel, la fuente y los distintos usos del apalancamiento, y su finalidad es mostrar en la máxima medida posible los canales a través de los cuales puede materializarse el riesgo sistémico. Todos los indicadores pueden interpretarse empleando la información aportada por las ANC con arreglo al artículo 24 de la Directiva 2011/61/UE.

Cuadro 4

Ejemplo de un conjunto de indicadores de un marco de evaluación de los riesgos para la estabilidad financiera derivados de los fondos de inversión

		INDICADOR		DESCRIPCIÓN	Campos de datos de identificación plantilla de datos DGFIA
		n.º	NOMBRE		
1. RIESGO DE REPERCUSIÓN EN EL MERCADO	Tamaño	1.1	Exposición neta	Valor liquidativo (NAV) * apalancamiento con arreglo al método de los compromisos	53, 295
		1.2	Valor liquidativo	NAV	53
2. RIESGO DE VENTAS FORZADAS	Apalancamiento	2.1	Apalancamiento neto	Apalancamiento con arreglo al método de los compromisos	295
		2.2	Apalancamiento bruto a neto	Apalancamiento bruto / apalancamiento de compromisos, como medida del uso de los mecanismos de compensación y cobertura	294, 295
	Perfil de reembolso	2.3	Duración del reembolso	Tiempo mínimo en días que los inversores han de esperar para retirar inversiones	194, 195, 196

⁽¹⁾ Véase, por ejemplo, el artículo 25 de la Directiva 2011/61/UE.

⁽²⁾ Véase, por ejemplo, el artículo 25, apartado 6, de la Directiva 2011/61/UE.

⁽³⁾ Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. and de Sousa van Stralen, R. (2017) «Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands», Occasional Paper conjunto del BCE y el DNB.

⁽⁴⁾ Lehecka, G. y Ubl, E., «Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer», OeNB Financial Stability Report 30, diciembre de 2015.

⁽⁵⁾ Financial Conduct Authority, «Hedge Fund Survey», junio de 2015.

		INDICADOR		DESCRIPCIÓN	Campos de datos de identificación plantilla de datos DGfIA
		n.º	NOMBRE		
	Desajuste de liquidez	2.4	Duración del reembolso menos liquidez percibida de la cartera en días	Tiempo mínimo en días que los inversores han de esperar para retirar inversiones, menos liquidez de la cartera comunicada por el gestor de activos	194, 195, 196, 178-184
		2.5	Ratio de valor liquidativo sobre activos muy líquidos	Los activos muy líquidos incluyen el efectivo y los equivalentes de efectivo (depósitos, efectos comerciales y otros), valores de renta variable cotizados, valores de grado de inversión emitidos por entidades financieras, deuda pública de la UE y de países del G10 no pertenecientes a la UE y participaciones en fondos de inversión.	53, 123
		2.6	Proporción de activos ilíquidos (% NAV)	Los activos ilíquidos incluyen los activos físicos, los valores de renta variable no cotizados, los bonos de empresa y convertibles de calificación inferior al grado de inversión y los préstamos.	53, 123
	Concentración de inversores y de entidades de contrapartida	2.7	Concentración de inversores	Proporción del valor liquidativo en poder de los cinco mayores inversores	118
		2.8	Concentración de entidades de contrapartida	Exposición total neta al crédito a las cinco principales entidades de contrapartida (% NAV)	165
	3. RIESGO DE PROPAGACIÓN DIRECTA A LAS ENTIDADES FINANCIERAS	Conexiones a través de inversiones	3.1	Inversiones en entidades financieras	Valor a largo de las inversiones en valores de renta variable cotizados y bonos de empresa por las entidades financieras como porcentaje del NAV
3.2			Inversiones en productos estructurados y titulizados (% NAV)	Suma de las exposiciones a largo en bonos de titulización de activos (ABS), bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales (RMBS), no residenciales (CMBS) o agrícolas (AMBS), pagarés de titulización de activos (ABCP), obligaciones garantizadas por deuda (CDO), obligaciones garantizadas por préstamos (CLO), certificados estructurados, productos negociados en bolsa (ETP) y otros (como % NAV).	53, 123

		INDICADOR		DESCRIPCIÓN	Campos de datos de identificación plantilla de datos DGfIA
		n.º	NOMBRE		
	Conexiones a través de la base de inversores	3.3	Entidades de crédito en la base de inversores (% NAV)	Conexiones directas con entidades financieras como inversores	209
		3.4	Aseguradoras en la base de inversores (% NAV)		
		3.5	Fondos de pensiones en la base de inversores (% NAV)		
		3.6	Fondos de inversión en la base de inversores (% NAV)		
		3.7	Otras entidades financieras en la base de inversores (% NAV)		
4. RIESGO DE INTERRUPCIÓN EN LA INTERMEDIACIÓN DE CRÉDITO DIRECTA		4.1	Inversiones en bonos de empresa (% NAV)	Suma de valores a largo de bonos de empresa, bonos convertibles no emitidos por entidades financieras (calificación de grado de inversión e inferior a grado de inversión) como porcentaje del NAV	53, 123
		4.2	Inversiones en préstamos de empresa (% NAV)	Préstamos apalancados y otros préstamos como porcentaje del NAV	53, 123

Recomendación E(2) - Límites macroprudenciales de apalancamiento

La AEVM puede ayudar a las ANC a poner en práctica límites al apalancamiento proporcionando orientaciones sobre las alternativas para su diseño, incluida la evaluación de su eficacia y eficiencia. La Directiva 2011/61/UE permite restringir el apalancamiento si contribuye a «la generación de un riesgo sistémico», pero no establece otras orientaciones sobre el diseño de estos límites. Las ANC podrían beneficiarse de las orientaciones de la AEVM sobre el diseño de los límites al apalancamiento, para lo cual esta podría basarse en la Recomendación JERS/2013/1 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico⁽¹⁾. La JERS recomienda que las autoridades diseñen instrumentos macroprudenciales que sean eficaces y eficientes para cumplir sus objetivos de política.

Los límites de apalancamiento para los FIA pueden considerarse efectivos si cubren el riesgo de i) ventas forzadas, ii) propagación a contrapartes financieras y iii) perturbaciones de la intermediación del crédito. Al hacer frente a estos fallos de mercado, los límites del apalancamiento favorecen la estabilidad financiera. En lo que se refiere a los objetivos intermedios de la JERS, los límites del apalancamiento tratan de hacer frente al «riesgo de apalancamiento excesivo»⁽²⁾. El apalancamiento del conjunto del sistema es excesivo cuando provoca que las economías sean propensas a sufrir costosas crisis financieras.

Para que los límites al apalancamiento sean eficientes, el instrumento debe ser sencillo y los efectos no deseados han de ser limitados. Las autoridades deben elegir límites que sean fáciles de calibrar y aplicar, promuevan la transparencia y eviten la inacción. Los efectos no deseados deben ser limitados, y los límites al apalancamiento deben ser resistentes frente a la elusión y el arbitraje de los participantes en el mercado. Los límites al apalancamiento deben ser también proporcionales al riesgo sistémico derivado del uso del apalancamiento por el fondo de inversión, para que el sector siga pudiendo prestar servicios de valor a la economía. Por ejemplo, los fondos deben poder continuar empleando estrategias diversas y activas que puedan servir para amortiguar las perturbaciones durante las tensiones en los mercados. Para determinar si es necesario establecer límites al apalancamiento y cuáles son los tipos de límites proporcionados a los riesgos sistémicos, las autoridades deberían realizar un análisis de riesgo basado en los datos recopilados con arreglo a la Directiva 2011/61/UE y los indicadores de riesgo de un marco de evaluación del riesgo común (cuyo desarrollo proponía la AEVM en la Recomendación E1).

Para información de la AEVM, el cuadro 5 ofrece un ejemplo de un marco para evaluar las distintas alternativas de diseño de los límites del apalancamiento en términos de eficacia y eficiencia. Como ejemplo, el cuadro analiza tres alternativas de diseño de límites constantes al apalancamiento y contempla también límites cíclicos. Estos ejemplos no cubren todas las posibilidades, y la evaluación ofrecida debe considerarse como un ejemplo de cómo puede utilizarse el marco para evaluar distintas alternativas de diseño.

Un límite «universal» puede ser sencillo de aplicar, pero puede tener efectos no deseados graves. Aunque este tipo de límite puede ser eficaz para limitar los riesgos sistémicos relacionados con el apalancamiento si es vinculante para una gran parte del sector de los fondos de inversión, puede conllevar también como efecto no deseado hacer inviables algunos modelos de negocio, lo cual podría afectar gravemente de forma negativa a la liquidez de los distintos productos del mercado financiero mundial. Por otra parte, un límite universal restrictivo podría reducir notablemente la capacidad del sector de absorber las perturbaciones del mercado en la medida en que los gestores de fondos inviertan activamente y vayan contra las tendencias del mercado. Por último, dado que estos límites al apalancamiento pueden limitar notablemente las actividades del sector de los fondos de inversión, existe el riesgo de que las actividades puedan pasar a otras partes menos reguladas del sector financiero.

Los límites al apalancamiento basados en el tipo o el perfil del fondo pueden ser instrumentos útiles para las ANC a corto y medio plazo. Diferenciar los límites al apalancamiento en función del tipo o el perfil del fondo de inversión permitiría a las autoridades dirigir efectivamente su actuación hacia aquellos fondos de inversión que contribuyen en mayor medida al riesgo sistémico para corregir las vulnerabilidades del sector. Pueden contemplarse varias alternativas para realizar una diferenciación en función del perfil del fondo de inversión. Por ejemplo, frente al riesgo de ventas forzadas, las autoridades pueden considerar la posibilidad de establecer límites a los fondos de inversión que ofrecen reembolsos a corto plazo o invierten menos en activos líquidos. Las autoridades pueden también, por ejemplo, hacer frente a un riesgo de contagio estableciendo límites para los fondos de inversión que tengan exposiciones grandes o concentradas a otras entidades financieras. La AEVM podría ayudar a las autoridades proporcionando orientaciones sobre la elaboración de perfiles de los fondos de inversión para evaluar los riesgos relacionados con el apalancamiento

⁽¹⁾ Recomendación JERS/2013/1 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 4 de abril de 2013, sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial (DO C 170 de 15.6.2013, p. 1).

⁽²⁾ Véase, por ejemplo, en la Recomendación JERS/2013/1 una perspectiva general de los objetivos intermedios y una exposición de los instrumentos macroprudenciales existentes o posibles.

y establecer límites macroprudenciales al apalancamiento. Las autoridades podrían también tener en cuenta las diferencias en los niveles globales de apalancamiento diferenciando los límites para cada tipo de fondo de inversión. Un inconveniente de esta alternativa es que los fondos de inversión podrían tratar de jugar con los límites para obtener una clasificación de fondo más favorable ⁽¹⁾. En consecuencia, puede ser también pertinente establecer criterios de clasificación de los FIA entre los tipos de fondos de inversión.

Cuadro 5

Posible marco para evaluar las alternativas de diseño de los límites del apalancamiento en términos de eficacia y eficiencia.

	Alternativas de diseño de los límites al apalancamiento	Límites al apalancamiento constantes			Límites cíclicos
		1	2	3	
		Límites universales	Límites por tipo de fondo	Límites por perfil del fondo	
Eficacia	Ventas forzadas	Eficaces para limitar todos los fallos de mercado si el límite es vinculante para una gran parte de los fondos apalancados.	Eficaces para limitar todos los fallos de mercado si los límites son vinculantes para una gran parte de los fondos apalancados.	Eficaces para fondos apalancados con carteras relativamente ilíquidas o plazos cortos de reembolso	Las alternativas de diseño 1 a 3 pueden aplicarse de distinta forma a lo largo del tiempo. Los diseños tendrían el mismo efecto, pero los límites cíclicos al apalancamiento serían más adecuados para limitar la generación de riesgos en la fase ascendente y la materialización de los riesgos en la fase descendente del ciclo económico.
	Externalidad de interconexiones y contrapartes			Eficaces para fondos apalancados con fuertes vinculaciones directas con entidades financieras	
	Excesiva intermediación del crédito			Eficaces para fondos apalancados que invierten en bonos y préstamos de empresa	
Eficiencia	Proporcional	Un límite bajo podría hacer inviables algunos tipos de fondos (por ejemplo, los fondos de inversión libre o <i>hedge funds</i>), mientras que un límite alto no impediría la acumulación general de apalancamiento	Los límites están dirigidos a tipos de fondos con apalancamiento relativamente alto (como los fondos de inversión libre o <i>hedge funds</i>), pero no diferencian entre los perfiles de riesgo dentro de un tipo de fondo	Los límites están dirigidos a distintos perfiles de riesgos de fondos generales de los distintos tipos de fondos	La proporcionalidad dependería de la alternativa de diseño elegida

⁽¹⁾ De acuerdo con la Directiva 2011/61/UE, los gestores de fondos pueden elegir el tipo de fondo.

	Alternativas de diseño de los límites al apalancamiento	Límites al apalancamiento constantes			Límites cíclicos
		1	2	3	
		Límites universales	Límites por tipo de fondo	Límites por perfil del fondo	
	Resistente frente a la elusión y el arbitraje	No cabe la elusión ni el arbitraje	Cierto margen para la elusión y el arbitraje, pues los fondos mixtos pueden tratar de obtener una clasificación de fondo más favorable	Las oportunidades de elusión y arbitraje son improbables con un número pequeño de perfiles estrictamente definidos	La posibilidad de elusión y arbitraje dependería de la alternativa de diseño elegida
	Complejidad de la calibración	Alternativa de diseño más sencilla	Relativamente sencilla con un número pequeño de tipos de fondos estrictamente definidos	Relativamente sencilla con un número pequeño de perfiles de fondos estrictamente definidos	Requiere un indicador de ciclo de apalancamiento y una medida de la contribución de los fondos, lo que añade un elemento de complejidad a la calibración

Fuente: Cuadro 4.1 en Van der Veer *et al.* (2017).

A más largo plazo, podría explorarse también el apalancamiento cíclico. Las autoridades pueden considerar también la aplicación de un cierto diseño de los límites al apalancamiento (por ejemplo, un límite universal, por tipo de fondo o por perfil del fondo) de forma cíclica. En comparación con los límites constantes, los de carácter cíclico serían más adecuados para evitar la generación o la materialización de los riesgos en las fases ascendente y descendente del ciclo económico, respectivamente. No obstante, el enfoque cíclico no sería viable para el corto a medio plazo, pues requeriría una medida del ciclo financiero y un indicador de la contribución del fondo, lo que haría aún más compleja esta medición. Adoptando el mismo enfoque empleado para los límites del apalancamiento en Basilea III, el eje a corto plazo podría ser el de los límites constantes. Los límites cíclicos podrían explorarse, a su vez, una vez que las autoridades hayan adquirido más experiencia empleando los constantes.

Los límites al apalancamiento deben basarse en las medidas del apalancamiento de la Directiva 2011/61/UE para mejorar la aplicación uniforme y la transparencia y evitar el arbitraje regulatorio. El uso de mediciones comunes del apalancamiento ayuda a las autoridades a conseguir una aplicación uniforme de los límites al apalancamiento en Europa, aumenta la transparencia y facilita la aplicación de la medida de política y ayuda a limitar el arbitraje regulatorio por parte de los gestores de fondos. Dada la complejidad de la medición del apalancamiento, las autoridades deberían basarse en los conceptos y las mediciones existentes empleados para informar del apalancamiento con arreglo a la Directiva 2011/61/UE.

La revisión periódica de los límites al apalancamiento daría lugar a i) mejoras basadas en la experiencia y a ii) la adecuación a las normas internacionales. Podría alegarse que las medidas del apalancamiento basadas en la Directiva 2011/61/UE no están aún perfectamente definidas o que quedarán en algún momento desfasadas respecto a las normas internacionales (como las desarrolladas por la Organización Internacional de Comisiones de Valores). No obstante, una importante ventaja del uso de las medidas del apalancamiento derivadas de la Directiva 2011/61/UE es que las posibles mejoras futuras en su medición se tendrán en cuenta de forma automática y uniforme si se establece un proceso de revisión periódica. Este proceso de revisión periódica aportaría también uniformidad con las normas internacionales (Consejo de Estabilidad Financiera, Organización Internacional de Comisiones de Valores). La revisión periódica del límite de apalancamiento se ajustaría a la Recomendación JERS/2013/1 ⁽¹⁾.

Las orientaciones sobre los criterios de aplicación de los límites de apalancamiento ayudan a las ANC a poner en práctica dichos límites. Unas directrices claras mejoran la aplicación homogénea en Europa y atenúan la inacción.

⁽¹⁾ Véase, por ejemplo, la Recomendación D de JERS/2013/1.

La AEVM podría ayudar a las autoridades a poner en práctica los límites de apalancamiento ofreciendo orientaciones sobre cómo deben equilibrar las medidas basadas en normas y la aplicación discrecional de las medidas. La finalidad es encontrar un equilibrio entre la facilidad de aplicación de las medidas basadas en normas y la flexibilidad para ejercitar la discrecionalidad.

Recomendación E(3) – Procedimiento de notificación

La AEVM debería desarrollar un procedimiento de notificación claro de las decisiones adoptadas por las ANC con arreglo al artículo 25 de la DGFIA. Este procedimiento de notificación armonizado permitiría a las ANC informar a la AEVM de forma eficiente y permitiría también a la AEVM y la JERS analizar estas notificaciones de forma eficaz y eficiente.

Recomendación E(4) – Análisis comparativo

Para seguir promoviendo un nivel de regulación y supervisión sólido, eficaz y homogéneo, se recomienda que la AEVM haga un análisis comparativo del ejercicio de las facultades de las ANC con arreglo al artículo 25, apartado 3, de la Directiva 2011/61/UE. Este análisis comparativo podría proporcionar, por ejemplo, una indicación de las circunstancias en las que se han ejercitado las facultades y los requisitos establecidos para hacer frente a las distintas situaciones. Esto podría ayudar a identificar las buenas prácticas. La AEVM debería analizar también los resultados de este análisis comparativo con sus miembros y compartir los conocimientos sobre las actuaciones de las ANC con las autoridades macroprudenciales y la JERS.

Aunque los resultados de los análisis comparativos no son vinculantes, las ANC pueden aplicarlos para mejorar sus propias prácticas. Por ejemplo, se han realizado análisis comparativos sobre la evaluación por las ANC de los enfoques internos empleados para calcular los requisitos de fondos propios de las entidades de crédito ⁽¹⁾ y los escenarios de los planes de recuperación con arreglo a la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo ⁽²⁾ ⁽³⁾. Estos ejercicios muestran la utilidad de los análisis comparativos de las prácticas de supervisión, que promueven su convergencia y mejoran la toma de decisiones de las ANC, sin mermar su discrecionalidad de supervisión. El análisis comparativo podría servir también de base para los actos delegados de la Comisión previstos en el artículo 25, apartado 9, de la Directiva 2011/61/UE (principios destinados a especificar las circunstancias en las que las autoridades competentes aplicarán las disposiciones del apartado 3, teniendo en cuenta las distintas estrategias de los FIA, las distintas condiciones de mercado en las que operan los FIA y los posibles efectos procíclicos derivados de la aplicación de dichas disposiciones).

II.5.2 Efectos no deseados

Hay que encontrar un equilibrio entre el nivel de armonización y las facultades discrecionales de las autoridades nacionales competentes. Dado que esta recomendación tiene como finalidad promover un enfoque armonizado de la puesta en práctica del artículo 25, ello conlleva algunas limitaciones a las facultades discrecionales de las ANC. De hecho, la facultad de la AEVM de emitir directrices tiene como finalidad promover la convergencia supervisora. No obstante, un efecto extremo podría ser que las directrices de la AEVM sobre el marco de evaluación del riesgo y sobre el diseño, la calibración y la aplicación de los límites macroprudenciales al apalancamiento creen barreras no deseadas al ejercicio de las facultades discrecionales de las ANC para la aplicación de los límites macroprudenciales al apalancamiento de los FIA gestionados por gestores de fondos en su territorio.

⁽¹⁾ <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>.

⁽²⁾ Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 173 de 12.6.2014, p. 190).

⁽³⁾ Véase el informe <https://www.eba.europa.eu/-/eba-benchmarks-approaches-on-scenarios-in-recovery-plans>.

Referencias

Bank of England (2015), *Financial Stability Report*, Issue No 38, diciembre.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, Issue No 39, julio, página 8.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, Issue No 40, noviembre.

Bengtsson, E. (2016), «Investment funds, shadow banking and systemic risk», *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 24 Issue: 1, pp. 60-73.

Clerc, L., Giovannini, A., Langfield, S., Peltonen, T., Portes, R. y Scheicher, M. (2016), «Indirect contagion: the policy problem», *ESRB Occasional Paper Series*, n.º 9, enero.

Cohn, C., Milliken, D. y Jessop, S., (2016), *Number of UK property funds suspended since Brexit vote doubles*, agosto, disponible en <http://uk.reuters.com/article/uk-britain-eu-property/number-of-uk-property-funds-suspended-since-brexit-vote-doubles-idUKKCN0ZL13H>

Comité de responsables europeos de reglamentación de valores (2010), «CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS», *Feedback Statement*, julio.

Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión, de 19 diciembre de 2012, por el que se completa la Directiva (UE) 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión (DO L 83 de 22.3.2013, p. 1).

Directiva 2007/16/CE de la Comisión, de 19 de marzo de 2007, que establece disposiciones de aplicación de la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) en lo que se refiere a la aclaración de determinadas definiciones (DO L 79 de 20.3.2007, p. 11).

Directiva 2010/43/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión (DO L 176 de 10.7.2010, p. 42).

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, discurso pronunciado en la Conferencia conjunta de la Comisión Europea y el Banco Central Europeo sobre la Integración y la Estabilidad Financieras en Europa, Fráncfort del Meno, Alemania, abril.

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 (OICVM) (DO L 302 de 17.11.2009, p. 32).

Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010 (DO L 174 de 1.7.2011, p. 1).

Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 173 de 12.6.2014, p. 190).

Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (DO L 173 de 12.6.2014, p. 349).

Autoridad Bancaria Europea (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, informe, disponible en <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

Autoridad Bancaria Europea (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, informe, diciembre, disponible en <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Banco Central Europeo (2016), *Financial Stability Review*, mayo.

Comisión Europea (2012), *Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments*, disponible en http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm.

European Fund and Asset Management Association (2017), *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017*, diciembre.

Autoridad Europea de Valores y Mercados (2014), *Directrices sobre las obligaciones de información de los artículos 3(3)(d) y 24(1), (2) y (4) de la DGFIA*, (ESMA/2014/869ES), agosto.

Autoridad Europea de Valores y Mercados (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, No 2.

Autoridad Europea de Valores y Mercados (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, dictamen ESMA/2016/596, abril, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf

Junta Europea de Riesgo Sistémico (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, n.º 1, julio.

Junta Europea de Riesgo Sistémico (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, n.º 2, mayo.

Financial Conduct Authority (2015), *Hedge Fund Survey*, junio.

Financial Conduct Authority (2017), *Illiquid assets and open-ended investment funds*, Discussion paper (DP 17/1), febrero.

Consejo de Estabilidad Financiera (2017), «Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities», enero.

Financial Stability Oversight Council (2016), *Update on Review of Asset Management Products and Activities*, abril.

Organización Internacional de Comisiones de Valores (2015), *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members*. Final Report, FR28/2015, diciembre.

Organización Internacional de Comisiones de Valores (2017), *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, Consultation report, CR05/2017, julio.

Jones, S. (2016), *The Week Brexit Got Real for Investors in Property Funds*, julio, disponible en <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brexit-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds>

Lehecka, G. y Ubl, E. (2015), «Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer», *OeNB Financial Stability Report*, n.º 30, diciembre.

Maijoor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, speech at the ESRB Shadow Banking Workshop, Fráncfort del Meno, Alemania, mayo.

Marriage, M. (2016), *Contagion worries rise over property fund suspension*, julio, disponible en <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>

Moshinsky, B. (2016), *Bear Stearns, the sequel: Property fund suspensions are on the cusp of triggering the next financial crisis*, julio, disponible en <http://uk.businessinsider.com/guide-why-uk-property-fund-suspensions-trigger-financial-crisis-risks-analysis-2016-7>

Recomendación JERS/2012/1 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 20 de diciembre de 2012, sobre fondos del mercado monetario (DO C 146 de 25.5.2013, p. 1).

Recomendación JERS/2013/1 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 4 de abril de 2013, sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial (DO C 170 de 15.6.2013, p. 1).

Recomendación JERS/2014/1 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 18 de junio de 2014, para orientar en la fijación de porcentajes de reservas anticíclicas (DO C 293 de 2.9.2014, p. 1).

Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (DO L 201 de 27.7.2012, p. 1).

Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (DO L 176 de 27.6.2013, p. 1).

Reglamento (UE) n.º 1073/2013 del Banco Central Europeo de 18 de octubre de 2013 relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión (BCE/2013/38) (DO L 297 de 7.11.2013, p. 73).

Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012 (DO L 257 de 28.8.2014, p. 1).

Reglamento (UE) 2015/760 del Parlamento Europeo y del Consejo de 29 de abril de 2015 sobre los fondos de inversión a largo plazo europeos (DO L 123 de 19.5.2015, p. 98).

Reglamento (UE) n.º 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre los fondos del mercado monetario (DO L 169 de 30.6.2017, p. 8).

U.S. Securities and Exchange Commission (2016), Investment Company Liquidity Risk Management Programs, 17 CFR Parts 210, 270, 274, Release Nos 33-10233, IC-32315, File No S7-16-15 RIN 3235-AL61, disponible en <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>

Van der Veer, K., Levels, A., Chaudron, R., Grill, M., Molestina Vivar, L., Petrescu, M. y Weistroffer, C. (2016), «Towards a framework for calibrating macroprudential leverage limits for alternative investment funds», Special Feature «A», *Financial Stability Review* BCE, noviembre, pp. 123-133.

Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. y de Sousa van Stralen, R. (2017) *Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands*, Occasional Paper conjunto del BCE y el DNB.

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, discurso pronunciado en la Conferencia de The New York Times DealBook Opportunities for Tomorrow celebrada en el One World Trade Center, Nueva York, N.Y., diciembre.

Apéndice

Cuadro A1

Disponibilidad de los instrumentos de gestión de la liquidez en los Estados miembros de la Unión (fuente: AEVM)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	ES	FI	FR	GR	HR	HU	IE	IS	IT	LI	LT	LU	LV	MT	NL	NO	PT	RO	SE	SI	SK	UK	
Restricciones al reembolso (<i>gates</i>)	NO	NO	NO	SÍ	NO	NO	NO	SÍ	SÍ	NO	SÍ	NO	NO	NO	SÍ	NO	SÍ	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	NO	NO	SÍ	SÍ	
Compartimentos especiales o <i>side pockets</i>	SÍ	NO	NO	SÍ	NO	NO	NO	SÍ	SÍ	NO	SÍ	NO	NO	NO	SÍ	NO	SÍ	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	SÍ	SÍ	NO	NO	NO	SÍ	NO	NO	
Recargo antidilución	NO	NO	NO	SÍ	NO	NO	NO	SÍ	NO	NO	SÍ	NO	NO	NO	SÍ	NO	SÍ	SÍ	NO	SÍ	NO	NO	SÍ	NO	SÍ	SÍ	NO	NO	NO	SÍ	
Comisiones de reembolso	SÍ	NO	NO	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	SÍ	NO	NO	NO	SÍ	NO	SÍ	SÍ	NO	SÍ	NO	NO	SÍ	NO	NO	NO	NO	NO	NO	SÍ	
Reembolso en especie	SÍ	NO	NO	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	SÍ	NO	SÍ	NO	NO	SÍ	NO	SÍ	
Suspensión de los reembolsos	SÍ																														
Ajustes de precio (<i>swing pricing</i>)	SÍ	NO	NO	SÍ	NO	NO	NO	SÍ	NO	SÍ	SÍ	NO	NO	NO	SÍ	NO	NO	SÍ	NO	SÍ	NO	NO	SÍ	SÍ	NO	NO	NO	NO	NO	SÍ	
Endeudamiento a corto plazo	SÍ	NO	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	NO	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	NO	NO	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	SÍ	NO	SÍ	SÍ	NO	SÍ	SÍ	SÍ	
Colchones de liquidez obligatorios	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	NO	NO	NO	NO	NO	NO	SÍ	NO																		
Acuerdos bilaterales (<i>side letters</i>)	SÍ	NO	NO	NO	NO	NO	NO	SÍ	SÍ	NO	NO	NO	NO	NO	SÍ	NO	NO	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	SÍ	NO	NO	NO	NO	NO	NO	SÍ	
Otros instrumentos o medidas	NO	NO	NO	NO	NO	SÍ	NO	NO	SÍ	NO	SÍ	NO	NO	NO	NO	NO	SÍ	NO	NO	SÍ	NO	NO	NO	NO	NO	SÍ	NO	NO	NO	SÍ	