

Eudald Canadell Casanova*
María Isabel Cambón Murcia*

LA EXTENSIÓN DE LAS HERRAMIENTAS MACROPRUDENCIALES A LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA EN EL SECTOR DE LA INVERSIÓN COLECTIVA

El desarrollo y análisis de la política macroprudencial más allá de la banca ha avanzado de forma significativa durante los últimos años si bien dicho desarrollo en Europa no ha sido homogéneo ni sencillo. En el ámbito de los fondos de inversión existen multitud de herramientas destinadas a mitigar tanto los riesgos de desajuste entre la liquidez y el vencimiento (reembolsos) de estas instituciones como el riesgo de apalancamiento. De todas ellas, la posibilidad de suspender los reembolsos es, por el momento, la única herramienta común a todos los Estados miembros de la UE, mientras que el resto muestran una disponibilidad y uso muy diferente entre Estados. En este sentido, España pertenece al grupo de países con el número más elevado de herramientas a su disposición, algunas de las cuales han sido adoptadas recientemente.

The extension of macroprudential tools to the collective investment sector within the non-bank financial intermediation

The development and analysis of macroprudential policy beyond banking has improved over the last years, although it has not been homogeneous or simple across European countries. In the context of mutual funds there are multiple tools to address the potential risks of maturity-liquidity mismatches and leverage. The suspension of redemptions is currently the only available tool in all member states of the EU. The use and availability of the remaining tools is very different across members. In this sense, Spain is well ahead in the process due to the high number of tools at its disposal, some of them adopted very recently.

Palabras clave: herramientas macroprudenciales, intermediación financiera no bancaria, riesgo sistémico, estabilidad financiera, riesgo de liquidez, apalancamiento, fondos de inversión.

Keywords: systemic risk, financial stability, liquidity risk, leverage, mutual funds, suspension of redemptions, side pockets, swing pricing.

JEL: G18, G23, G24, G28.

* Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Contacto: ecanadell@cnmv.es y micambon@cnmv.es

Versión de enero de 2021.

<https://doi.org/10.32796/ice.2021.918.7156>

1. Introducción

La política macroprudencial, que tiene como fin último preservar la estabilidad financiera y reducir el riesgo sistémico, ha evolucionado considerablemente a lo largo de los últimos años desde una concepción fundamentalmente bancaria hacia una nueva aproximación que incluye a los participantes y actividades del sistema financiero más allá de la banca. Este enfoque se basa, por una parte, en el significativo aumento del tamaño de las actividades y los intermediarios no bancarios y por otra, al reconocimiento de la necesidad y posibilidad de detección de riesgos, algunos de ellos similares a los generados por los bancos, que pueden ser importantes en términos de estabilidad financiera.

Esta evolución ha provocado avances significativos en las áreas de identificación de riesgos, impulsados por los trabajos realizados tanto por instituciones supranacionales como el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), IOSCO¹ (*International Organization of Securities Commissions*, Organización Internacional de Comisiones de Valores) o la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS o ESRB, por sus siglas en inglés) pero también por los distintos supervisores nacionales. Estos trabajos tratan de evaluar, por ejemplo, la implicación de las instituciones no bancarias en los riesgos de crédito, de liquidez, o de apalancamiento, así como de evaluar las posibilidades de contagio ante un *shock* en el sistema. En paralelo, aunque no con el mismo grado de avance, se ha progresado en el desarrollo y disponibilidad de herramientas macroprudenciales, muchas de las cuales tienen un origen microprudencial.

La intermediación financiera no bancaria (IFNB) en su consideración más amplia puede abarcar un conjunto de entidades y actividades heterogéneas, entre las que destacan los fondos de inversión, las

infraestructuras de los mercados, las empresas de servicios de inversión, los vehículos de titulización, etc. Por tanto, las herramientas macroprudenciales existentes en esta parcela son igualmente heterogéneas: en el caso de las empresas de servicios de inversión muchas de ellas son de la misma naturaleza que algunas que se aplican a las entidades bancarias y que se basan en requisitos de capital o en medidas de resolución. En el caso de las infraestructuras de los mercados existen medidas relacionadas con la operativa que se desarrolla en los mismos, siendo las más importantes (o, al menos, las más visibles) las que tienen que ver con las restricciones a las ventas en corto, que la CNMV y otras autoridades nacionales han adoptado en algunas ocasiones —la última de ellas en los primeros momentos de la crisis del coronavirus—.

En este artículo se repasan los riesgos y las herramientas disponibles en España en el ámbito de la inversión colectiva y su encuadre en el marco europeo, por la relevancia en términos cuantitativos de estas instituciones en la intermediación financiera no bancaria en este país, así como por su grado de interconexión con otros participantes de los mercados. El encuadre de este análisis en el marco europeo es relevante en la medida en que no existe, por el momento, una regulación comunitaria que homogeneice el conjunto y la aplicación de las herramientas macroprudenciales en el sector no bancario, si bien desde diferentes foros se ha mencionado la necesidad de progresar en este sentido². En el apartado 2 de este artículo se describe la relevancia de la intermediación financiera no bancaria y de los principales riesgos que se derivan de la actividad desarrollada por las entidades que conforman este sector. El apartado 3 contiene la disponibilidad y uso de las herramientas macroprudenciales en España y una comparación con otras jurisdicciones europeas. Finalmente se ofrecen las conclusiones.

¹ Véase el informe de IOSCO (2014) sobre identificación y valoración de riesgos para reguladores de valores.

² Véase, por ejemplo, el informe de la *European Fund and Asset Management Association*, Asociación Europea de Fondos de Inversión y Gestión de Activos (EFAMA, 2020) o el informe de la JERS (2016).

2. Evolución de la intermediación financiera no bancaria y riesgos asociados

Relevancia de la intermediación financiera no bancaria

De acuerdo con las cifras del último informe sobre la intermediación financiera no bancaria en la Unión Europea publicado por la Junta Europea de Riesgo Sistémico ([JERS, 2020b](#)), el volumen de los activos de las entidades que forman parte de la IFNB, que de acuerdo con su metodología son los fondos de inversión y otras instituciones financieras (OIF)³, se situó en 45,5 billones de euros en 2019, un 6,7 % más que en 2018. La importancia de estas entidades sobre el sistema financiero total se ha incrementado desde el 36 % en 2015 hasta el 40 % en 2019. Los fondos de inversión constituyen el grupo más relevante cuantitativamente (el 37 % del total de la IFNB). El tamaño de este sector se habría incrementado de forma significativa durante los últimos años: en el periodo inmediatamente anterior a la Crisis Financiera Global el tamaño de la IFNB en la Unión Europea era cercano a los 20 billones de euros.

En España, el análisis de este sector que realiza la CNMV de forma periódica⁴ se basa en una metodología algo más restrictiva que la que se emplea en Europa pues no incluye a todas las categorías de fondos de inversión ni a todas las entidades que forman parte del grupo de OIF, sino que se realiza sobre aquellas entidades que se pueden asociar con alguna función económica identificada por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, 2013). Estas funciones son:

- EF1: gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos.

- EF2: concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo.

- EF3: intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada.

- EF4: entidades que realizan una actividad de facilitación a la creación de crédito.

- EF5: intermediación crediticia basada en la titulación para la financiación de entidades financieras.

Pues bien, el análisis para España parte de los activos del sector de intermediación financiera no bancaria en su sentido más amplio (todas las entidades no bancarias), que se situaron en 1,36 billones de euros en 2019, lo que supone un aumento del 2,9 % respecto al año anterior y representan cerca de un 30 % del sistema financiero total (en 2012 esta importancia era del 25 %). A partir de este sector se identifican las entidades que pueden englobarse en alguna de las funciones económicas comentadas, cuyos activos sumaban 513.000 millones de euros en 2019. Los fondos de inversión y las titulaciones representan el mayor porcentaje con un 52,1 % y un 34,2 % respectivamente. Finalmente, la denominada medida estrecha de la IFNB, a la que se llega eliminando aquellas que se integran en los balances consolidados de grupos bancarios, se situó en 311.000 millones de euros en 2019, casi un 5 % más que en 2018. En esta medida estrecha de la IFNB, que representa el 6,7 % de los activos totales del sistema financiero español, los fondos de inversión representan el 86,1 % (EF1), mientras que el peso de los vehículos de titulación (EF5), se reduce hasta el 8,8 %. Las entidades pertenecientes a las otras tres funciones económicas apenas representan un 5 % del total en su conjunto (ver Figura 1).

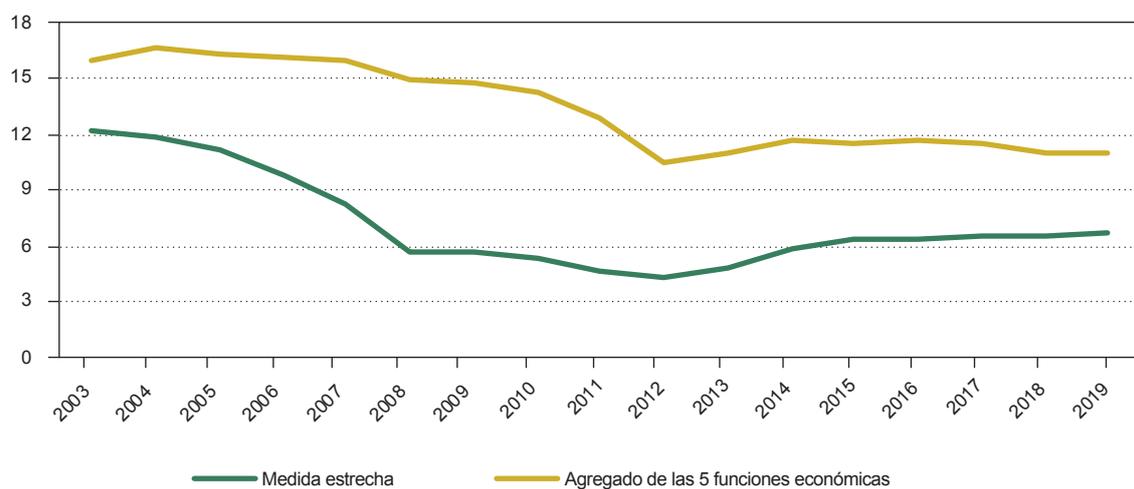
Riesgos

Las fuentes de riesgo que emanan de las instituciones y actividades del sector financiero no bancario son, en parte, similares a algunas de las fuentes tradicionales que se derivan de la actividad típicamente

³ Las OIF incluyen, entre otras, a los vehículos de titulación, a las empresas de servicios de inversión, a los establecimientos financieros de crédito y a las instituciones financieras con actividad limitada.

⁴ La CNMV publica desde 2019 y con carácter semestral un monitor sobre las principales magnitudes y riesgos de las entidades que forman parte de la intermediación financiera no bancaria en España ([CNMV, 2019a](#)).

FIGURA 1
INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA EN ESPAÑA
(En % sobre el sistema financiero)



FUENTE: CNMV y Banco de España.

bancaria. Entre las más importantes están aquellas relacionadas con el crecimiento excesivo del crédito y del apalancamiento, los desajustes entre vencimientos y la iliquidez de algunos productos financieros, las concentraciones de riesgo, los incentivos inadecuados para reducir el riesgo moral, la insuficiente resistencia de las infraestructuras financieras o, también, los riesgos relacionados con las interconexiones y el contagio.

A continuación, se describen con algo más de profundidad las dos primeras fuentes de riesgo que se consideran más relevantes en el ámbito de la inversión colectiva. La primera, relacionada con el crecimiento excesivo del crédito y el apalancamiento y que se suele identificar como un factor clave en la mayoría de las crisis financieras, presenta diferentes vertientes puesto que se pueden crear mediante determinadas operaciones como, por ejemplo, las transacciones de financiación de valores y, también,

por el uso de derivados. Estas operaciones suelen precisar de activos que sirven de colateral y cuyos recortes de valoración limitan el apalancamiento disponible de los prestatarios. Además, la existencia de garantías por parte de los participantes tiene una finalidad de gestión de riesgos al limitar el riesgo de contraparte, pero también tiene el potencial de amplificar el riesgo de liquidez y el riesgo de mercado a través de potenciales ventas forzosas en un escenario de estrés.

Pues bien, en el contexto de la inversión colectiva cabe señalar que la mayoría de los fondos de inversión, tanto españoles como europeos⁵, presentan unos niveles de apalancamiento reducidos y están sometidos a una regulación exhaustiva que contiene provisiones

⁵ De acuerdo con la información publicada por la JERS el apalancamiento medio de los fondos de inversión de la UE se ha incrementado ligeramente en los últimos años, pero se mantiene por debajo del 5 %.

mitigadoras del riesgo. En particular, los fondos registrados bajo la Directiva UCITS (*Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities*, institución de inversión colectiva en valores mobiliarios) deben cumplir unos límites estrictos de liquidez y apalancamiento, presentan restricciones notables en sus activos aptos y deben mantener una elevada diversificación. En concreto, en lo que respecta al apalancamiento, la normativa UCITS limita al 10 % el endeudamiento máximo permitido a los fondos de inversión, siempre que este tenga carácter temporal. En este sentido la normativa española entiende por carácter temporal un plazo máximo de un mes y solamente permite que los fondos de inversión recurran al endeudamiento para resolver dificultades transitorias de tesorería. Adicionalmente, el apalancamiento máximo asumido a través de operaciones con instrumentos financieros derivados no puede superar el 100 % del activo. Por último, la Directiva UCITS impone exigencias adicionales a la operativa con derivados no negociados en mercados organizados (*OTC-Over The Counter*), como la que limita el riesgo asumido con una única contrapartida al 10 % de su patrimonio.

La evidencia empírica disponible indica que el nivel de apalancamiento de los fondos españoles se encuentra bastante contenido y no representa, por el momento, una amenaza para la estabilidad financiera. De acuerdo con la información reservada de todas las IIC (instituciones de inversión colectiva) UCITS y CUASIUCITS⁶ de diciembre de 2019, el 96,5 % de ellas (en términos de patrimonio —de un total de 308.000 millones de euros) presentaba una exposición al riesgo de mercado por su posición en derivados inferior al 27 % del patrimonio (estas instituciones optan por el método de compromiso para cuantificar

esta exposición)⁷, un porcentaje muy inferior al 100 % establecido en la normativa. Cerca del 1 % optó por la metodología VaR (*Value at Risk*) para calcular el riesgo de mercado y el 3 % restante se corresponde con fondos estructurados con un objetivo concreto de rentabilidad respaldado por un garante con solvencia (habitualmente una entidad de crédito) e IIC de inversión libre, entidades que pueden superar los límites al apalancamiento mencionados anteriormente. En la práctica estas instituciones presentan exposiciones relativamente pequeñas, siendo su tamaño además poco relevante en el conjunto de las IIC (apenas representan el 1,1 % del patrimonio total de las IIC de carácter financiero).

No obstante, la CNMV está desarrollando un trabajo para evaluar de forma periódica, sistemática y en profundidad el apalancamiento de los fondos alternativos con el fin de determinar posibles vulnerabilidades, en relación con el riesgo sistémico y dar cumplimiento al artículo 25 de la Directiva de gestores de fondos de inversión alternativos⁸. Los primeros resultados de este trabajo apuntan a que el nivel de apalancamiento de los mismos es, en general, moderado y únicamente algunos fondos aislados realizan un uso más intensivo del mismo.

El riesgo de liquidez en el ámbito de la inversión colectiva va de la mano de las condiciones que estas instituciones establezcan para permitir reembolsos. Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, se debe procurar que la proporción de activos líquidos en la cartera de estas instituciones sea lo suficientemente alta como para poder afrontar un aumento significativo de los reembolsos en un momento específico sin

⁶ Aunque no se recoge de forma expresa en nuestra normativa, las IIC a las que denominamos «CUASIUCITS», son aquellas IIC sometidas a prácticamente todos los requisitos de la Directiva UCITS, con la posibilidad de incumplir un número reducido de estos. En concreto, el artículo 72 del Reglamento de la LIIC recoge aquellos aspectos en los que estas IIC cuasiUCITS gozan de mayor flexibilidad.

⁷ La Directiva UCITS y su normativa de desarrollo —*CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS (CESR/10-788)*— establecen dos posibles métodos para medir la exposición al riesgo de mercado: la metodología del compromiso y la metodología del valor en riesgo.

⁸ 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.

experimentar dificultades. El riesgo de que una institución no pueda atender este aumento es, *a priori*, mayor en aquellas que permiten reembolsos con mayor frecuencia. Este es el caso de la mayoría de las IIC españolas y también europeas que permiten realizar reembolsos diariamente. El equilibrio no es fácil puesto que la cartera de inversiones de las IIC viene, en general, determinado por su política de inversión. Un aumento excesivo y no necesario de activos muy líquidos suele llevar aparejada una rentabilidad inferior para la institución, un hecho que resulta poco deseable desde el punto de vista de la rentabilidad ofrecida a los partícipes.

La regulación española⁹ establece que las IIC de carácter financiero deben dar cumplimiento al principio de liquidez y que para ello deben disponer de un nivel suficiente de activos que reúna los siguientes requisitos: *i*) que puedan venderse con rapidez y a un precio próximo a aquel por el que se hayan valorado antes de la venta; *ii*) que permita a la IIC atender a los reembolsos tanto en condiciones normales de liquidez como excepcionales; y *iii*) que sea congruente con la política de gestión de la liquidez global de la IIC, lo que deberá evaluarse mediante pruebas de resistencia (test de estrés). Con independencia de esto, la IIC debe mantener un coeficiente mínimo de liquidez del 1 % de su patrimonio. A efectos del cómputo de este coeficiente de liquidez, las categorías de activos líquidos en las que se puede materializar son los importes mantenidos en las cuentas de efectivo a la vista en el depositario, así como, en los repos sobre deuda pública a un día contratados con el depositario.

El análisis del riesgo de liquidez de las IIC se ha ido desarrollando a lo largo de los últimos años y presenta varias aproximaciones por el hecho de que no existe un concepto universalmente aceptado de activo líquido que esté relacionado no solo con el tipo de

activo, sino también con su riesgo de crédito y con las condiciones presentes en los mercados financieros en momentos determinados. Los análisis de carácter más general, que se basan en la tipología de activos, revelan que la proporción de activos menos líquidos en las carteras de los fondos de inversión se ha incrementado ligeramente en los últimos años, si bien no es excesivamente alta. Los análisis basados en la composición de la cartera de renta fija privada que incorporan las condiciones de liquidez que se observan para cada activo en un momento determinado en el mercado (en función de su negociación o del tiempo que se precisa para efectuar una venta) revelan que el volumen de activos de menor liquidez es poco relevante¹⁰. Cabe precisar que estos resultados se han obtenido en momentos de ausencia de turbulencias en los mercados, como en 2018 y 2019, en los que la mayoría de los instrumentos se negociaban sin dificultades. Finalmente, la exposición de los fondos a las compañías en función de la calidad crediticia de estas últimas revela que la mayoría (el 92 %) de los activos de deuda de la cartera de los fondos de inversión españoles tenían la consideración de grado de inversión (*investment grade*).

Con independencia de los ejercicios de resistencia que deben realizar los gestores respecto de las instituciones que gestionan, la CNMV ha desarrollado una metodología¹¹ que parte de un ejercicio planteada por la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA, 2019a) y que introduce algunas mejoras para evaluar el impacto de un *shock* de reembolsos en el grado de resistencia de las IIC, evaluado este grado mediante su capacidad para atender los reembolsos con el volumen de activos líquidos disponible en sus carteras. La proporción de activos líquidos (HQLA, *high*

⁹ Artículo 53 del Reglamento de IIC (Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva).

¹⁰ Una información más detallada sobre el análisis del riesgo de liquidez en los fondos de inversión puede encontrarse en el último número del informe sobre la intermediación financiera no bancaria en España, publicado en enero de 2021 (CNMV, 2021).

¹¹ Véase el artículo de Ojea (2020), publicado en el boletín de la CNMV correspondiente al segundo trimestre de 2020.

quality liquid assets) tiene en consideración el tipo de activo de la cartera de los fondos, así como su calificación crediticia. De acuerdo con los últimos resultados de estos ejercicios de resistencia, en el escenario más extremo contemplado únicamente 8 fondos (1,77 % del total) distribuidos en tres categorías (bonos corporativos, bonos soberanos y corporativos y una categoría residual denominada «otros») no podrían afrontar el *shock* de reembolsos aplicado en el modelo por tener en su cartera una proporción elevada de activos ilíquidos (bonos corporativos de alto rendimiento).

3. Disponibilidad y uso de las herramientas macroprudenciales

El diseño de una política macroprudencial adecuada debe partir de un objetivo final que se debe alcanzar (estabilidad financiera) y de la definición de una serie de objetivos intermedios y de instrumentos o herramientas establecidas para la consecución de los mismos (Mencia & Saurina, 2016). Los instrumentos deben ser eficaces y eficientes. En este planteamiento general, entre los objetivos intermedios de la política macroprudencial de la intermediación financiera no bancaria destacan: *i*) atenuar el crecimiento excesivo del crédito y el apalancamiento, *ii*) evitar desajustes excesivos de vencimientos e iliquidez en el mercado, *iii*) fomentar la resistencia de las infraestructuras de los mercados o *iv*) limitar el riesgo de contagio. En el apartado anterior se expusieron algunos de los indicadores más destacados para evaluar la consecución de estos objetivos intermedios (ratios de apalancamiento, análisis de liquidez, ejercicios de resistencia...) y en este epígrafe se describen las herramientas disponibles para lograr dicha consecución.

Abordar la descripción de las herramientas macroprudenciales en el ámbito de la inversión colectiva en el contexto europeo es una tarea compleja puesto que no existe ni un reporte de datos homogéneo de estas instituciones a nivel de UCITS (sí existe para los fondos alternativos) ni tampoco se ha consensado un

conjunto de herramientas comunes, ambas iniciativas deseables desde el punto de vista de la persecución de la estabilidad financiera más allá del ámbito nacional. Este consenso debería analizar las herramientas disponibles y potenciales en función de su eficiencia y eficacia y decidir si es conveniente que la regulación europea establezca su introducción y su modo de activación, que en la actualidad se reduce en la mayoría de los casos a los gestores de los fondos. También podría discutirse cuál puede ser el papel de ESMA en este ámbito cuando una sociedad gestora o una autoridad competente decide poner en marcha alguna herramienta macroprudencial.

La JERS, en su recomendación sobre los riesgos de liquidez y apalancamiento de los fondos de inversión de finales de 2017 (JERS, 2017), se hace eco de algunas de estas posibles líneas de trabajo. En particular, esta recomendación, que se compone de cinco subrecomendaciones, está diseñada para:

- 1) Hacer frente a los riesgos que puedan surgir cuando los gestores de fondos no dispongan de los instrumentos de gestión de liquidez adecuados.
- 2) Mitigar y prevenir desajustes excesivos de liquidez en los fondos de inversión alternativos (FIA) abiertos.
- 3) Promover prácticas coherentes de prueba de resistencia de liquidez en el ámbito de los fondos de inversión.
- 4) Establecer un marco armonizado de presentación de información para las UCITS de toda la Unión.
- 5) Facilitar la aplicación del artículo 25 de la Directiva de gestores de fondos alternativos, que establece una herramienta macroprudencial para limitar el apalancamiento en los FIA.

Las subrecomendaciones 1, 2 y 3 afectan a la Comisión Europea, a la que se solicita propuestas acerca de la introducción de marcos jurídicos comunes en relación con los instrumentos de gestión de la liquidez y con el reporte de la información. Las subrecomendaciones 3 y 5 afectan a ESMA. Esta institución ya ha publicado directrices sobre las pruebas de

resistencia de las UCITS y de los FIA (ESMA, 2019b) y ha sometido a consulta pública un documento de guía sobre el marco de evaluación del uso del apalancamiento de los FIA y su contribución al riesgo sistémico (ESMA, 2020).

En 2018 IOSCO, la institución que agrupa a los supervisores de valores a escala mundial, también se pronunció sobre la gestión del riesgo de liquidez en el ámbito de la inversión colectiva publicando una serie de recomendaciones (IOSCO, 2018a) basadas en principios, que complementó con una guía de buenas prácticas (IOSCO, 2018b) y con una serie de aplicaciones prácticas de medidas para el uso de los supervisores, de participantes en los mercados y de los inversores.

La CNMV dispone de un conjunto de herramientas originadas en el marco de sus tareas de supervisión microprudencial que, en algunos casos, pueden ser utilizadas con fines macroprudenciales, en la medida en que pueden ayudar a contener el eventual desarrollo de perturbaciones de naturaleza más agregada o el impacto de riesgos idiosincráticos originados en las entidades con mayor peso.

En la Tabla 1 se presenta un listado amplio y no exhaustivo de herramientas prudenciales pertenecientes al ámbito de la inversión colectiva, distinguiendo cuáles de ellas están contempladas en la legislación española, cuáles de ellas pueden ser activadas por las instituciones supervisadas, cuáles deben ser autorizadas por la CNMV y cuáles pueden ser adoptadas por iniciativa de la CNMV. De estas herramientas, unas pocas se han originado específicamente en el ámbito de la supervisión microprudencial mientras que otras, aunque tienen un carácter microprudencial, revelan su utilidad en el marco de la supervisión macroprudencial porque pueden ayudar a prevenir o mitigar las disrupciones en los mercados financieros y, por tanto, contribuir a preservar la estabilidad financiera. El listado completo de las herramientas prudenciales más relevantes para la CNMV, que afectan al ámbito de la inversión colectiva, a las empresas de servicios de inversión y a las infraestructuras de los

mercados puede encontrarse en el informe *La participación de la CNMV en la política macroprudencial*, publicado en 2019 (CNMV, 2019b).

Como se puede observar en la Tabla 1 la mayoría de los instrumentos tratan de abordar los desajustes de vencimientos e iliquidez, destacando entre ellos las comisiones de reembolso, los reembolsos en especie, los *side pockets*, las suspensiones de los reembolsos, los coeficientes de liquidez, los esquemas de *swing pricing* o las restricciones a los reembolsos. La mecánica de estas herramientas, que se explica a continuación, es relativamente sencilla y trata de facilitar los reembolsos a los partícipes, sobre todo en momentos de incertidumbre en los que dichos reembolsos suelen aumentar de forma significativa en un periodo corto de tiempo. Si las circunstancias del mercado son especialmente complejas es posible que estos reembolsos se realicen parcialmente en especie, o solo en una parte (*side pockets*) dejando el resto para un momento posterior, o que haya que desembolsar alguna comisión. También son posibles los esquemas de *swing pricing*, en los que los inversores salientes de una IIC soportan parte del coste de las operaciones generadas para ajustar la cartera de la institución por estos flujos de desinversión y que tratan de ofrecer protección a los partícipes que mantienen su posición a más largo plazo (se trata de impedir que, para atender los flujos de reembolsos, los gestores de los fondos vendan los activos más líquidos, con lo que los partícipes que permanecen se verían perjudicados al quedar la cartera con una proporción excesiva de activos menos líquidos). Finalmente, existe la posibilidad de suspender total o parcialmente los reembolsos de los fondos cuando estos son especialmente elevados y la institución no puede afrontarlos sin experimentar dificultades.

Los mecanismos para activar estas medidas son diversos. Algunas de estas herramientas como los reembolsos en especie, los *side pockets* o la suspensión de los reembolsos deben ser autorizadas por la CNMV antes de que los gestores las pongan en marcha, mientras que otras como el establecimiento de comisiones de reembolso o

TABLA 1
HERRAMIENTAS MACROPRUDENCIALES EN EL ÁMBITO DE LA INVERSIÓN COLECTIVA DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA CNMV

| Instrumento | Objetivo intermedio | Disponibilidad en la legislación actual | | | Observaciones |
|---------------------------------------|--|---|---------------------------------------|-------------------------------------|---|
| | | Disponible en la normativa española | Necesidad de autorización por la CNMV | Posibilidad de adopción por la CNMV | |
| Comisión de reembolso | Desajustes de vencimientos y liquidez | Sí | No | No | Su puesta en marcha otorga derecho de separación a los partícipes. |
| <i>Redemption gate</i> | Desajustes de vencimientos y liquidez | Sí | No | No | Para fondos alternativos e inmobiliarios. |
| Reembolso en especie | Desajustes de vencimientos y liquidez | Sí | Sí | No | No se pueden usar en circunstancias normales. |
| <i>Side pockets</i> | Desajustes de vencimientos y liquidez | Sí | Sí | Sí | No se pueden usar en circunstancias normales. No disponible para fondos inmobiliarios. |
| Suspensión de los reembolsos | Desajustes de vencimientos y liquidez | Sí | Sí | Sí | No se pueden usar en circunstancias normales. Los fondos inmobiliarios pueden suspender reembolsos hasta dos años. En el resto no hay límites. |
| <i>Anti-dilution levy</i> | Desajustes de vencimientos y liquidez | No | | | |
| <i>Swing pricing</i> | Desajustes de vencimientos y liquidez | No | Sí | No | No está recogido en la normativa de forma expresa, pero la CNMV permite que las gestoras adopten esta herramienta si está establecido en sus procedimientos. |
| Restricciones a los reembolsos | Desajustes de vencimientos y liquidez | Sí | No | No | |
| Límites a la concentración de activos | Excesiva concentración de riesgos en determinados activos o sectores | Sí | | | Requisito regulatorio. |
| Límites al uso de derivados | Excesivo apalancamiento | Sí | | | Requisito regulatorio. |
| Límites al apalancamiento | Excesivo apalancamiento | Sí | | Parcial | Requisito regulatorio en UCITS. La CNMV puede establecer límites específicos en fondos alternativos (FIL y FCR). |
| Coefficiente de liquidez | Desajustes de vencimientos y liquidez | Sí | | | Requisito regulatorio. |
| Refuerzo de liquidez | Desajustes de vencimientos y liquidez | Sí | | Sí | Por razones de estabilidad financiera y temporalmente, la CNMV puede exigir para una o un conjunto de entidades el incremento del porcentaje de inversión en activos especialmente líquidos (esta herramienta se puede aplicar a IIC abiertas, cerradas y a entidades de capital-riesgo). |
| Periodo de preaviso | Desajustes de vencimientos y liquidez | Sí | Sí | | Por razones de estabilidad financiera y temporalmente, la CNMV puede autorizar a una o a un conjunto de SGICC el establecimiento de un periodo de preaviso para los reembolsos en una o varias de las IIC gestionadas. Dichos periodos de preaviso podrán ser determinados por la CNMV. |

FUENTE: CNMV.

las *redemption gates* no lo requieren. También se identifican diferencias entre las tipologías de IIC susceptibles de ser objeto de dichas medidas y respecto a las circunstancias en las que se activan. Así, por ejemplo, hay medidas como las comisiones de reembolso, los reembolsos en especie o las suspensiones a los reembolsos que pueden ser adoptadas por todos los tipos de IIC, mientras que otras solo están disponibles para fondos alternativos e inmobiliarios (*redemption gates*) o no se pueden aplicar sobre ellas (los *side pockets* no están disponibles para los fondos inmobiliarios). Respecto a las circunstancias en las que se activan estas medidas existe un subconjunto de ellas, como los reembolsos en especie, los *side pockets* o los refuerzos de liquidez, que no se pueden utilizar en circunstancias normales del mercado, debiendo estar motivadas por amenazas a la estabilidad financiera y pudiendo aplicarse solamente de forma temporal.

Finalmente, se observan diferencias relevantes respecto a qué institución puede iniciar esta medida: en general, todas ellas pueden ser iniciadas por los gestores de los fondos y solo un número reducido de ellas, entre las que destacan las suspensiones de los reembolsos o los *side pockets*, pueden ser iniciadas de forma independiente por la CNMV. Dentro de las competencias de la CNMV para activar herramientas macroprudenciales cabe destacar la adopción reciente por la regulación española de dos medidas muy relevantes para la gestión de la liquidez de los fondos y que pueden ser activadas por la CNMV: *i)* el refuerzo de liquidez, por la cual la CNMV puede exigir para una o un conjunto de entidades el incremento del porcentaje de inversión en activos especialmente líquidos; y *ii)* los periodos de preaviso para efectuar reembolsos, que pueden establecer tanto los gestores como la CNMV sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión, aplicables con carácter ordinario¹². La primera de

las herramientas, que se puede adoptar por razones de estabilidad financiera y con carácter temporal, se puede aplicar a IIC abiertas, cerradas y a entidades de capital riesgo (véase Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales).

La Tabla 2 muestra la disponibilidad de herramientas de gestión de la liquidez en el ámbito de la inversión colectiva en los diferentes países de la Unión Europea. Del cuadro se desprende una gran heterogeneidad en la lista de instrumentos disponibles para cada país, siendo las suspensiones de los reembolsos la única común a todos ellos. Otras herramientas de disponibilidad elevada son las *redemptions gates*, la financiación a corto plazo, los reembolsos en especie y, en menor medida, los *side pockets*. Todas las grandes economías europeas tienen un número elevado de herramientas disponible (entre 8 y 10), excepto en Alemania, donde este número es algo inferior. España cuenta con un total de 9 herramientas de gestión de liquidez a su disposición, únicamente por detrás de Países Bajos.

La herramienta más utilizada, tanto en España como en el resto de economías de la Unión Europea, es la suspensión de los reembolsos. Esta herramienta se aplicó en el pasado a varios fondos inmobiliarios, de forma temporal y a petición de la gestora.

En el contexto de la crisis del coronavirus, varios fondos de inversión de países de la Unión Europea han utilizado diversas herramientas de gestión de liquidez para poder atender los reembolsos y las incertidumbres en torno a la valoración de algunos activos. Algunos fondos impusieron medidas basadas en la cantidad, como las suspensiones de los reembolsos o las *redemption gates*, mientras que otros emplearon medidas basadas en precios, como los esquemas de *swing pricing* o las comisiones a los reembolsos, que trasladan el coste de liquidez a los inversores que reembolsaron. La mayoría de las suspensiones de los reembolsos en fondos UCITS (sobre todo en fondos con mayor exposición a deuda corporativa) tuvieron una duración reducida, pues afectaban a un patrimonio

¹² Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19.

TABLA 2
DISPONIBILIDAD DE HERRAMIENTAS DE GESTIÓN DE LIQUIDEZ EN EL ÁMBITO DE LA INVERSIÓN COLECTIVA EN LA UE

| | Gates | Side pockets | Anti-dilution levy | Comisión de reembolso | Reembolsos en especie | Suspensión de los reembolsos | Swing pricing | Financiación a corto plazo | Colchones de liquidez obligatorios | Side letters | Otras medidas |
|-----------------|-------|--------------|--------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------------|---------------|----------------------------|------------------------------------|--------------|---------------|
| Austria | | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| Bélgica | ✓ | | ✓ | | | ✓ | ✓ | | | | |
| Bulgaria | | | | | | ✓ | | ✓ | | | |
| Chipre | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | | |
| República Checa | | | | | | ✓ | | ✓ | | | |
| Alemania | | | | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | ✓ | | ✓ |
| Dinamarca | | | | | | ✓ | | | | | |
| Estonia | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | |
| España | ✓ | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ |
| Finlandia | | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | | |
| Francia | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | | ✓ |
| Grecia | | | | | | ✓ | | ✓ | | | |
| Croacia | | | | | ✓ | ✓ | | | | | |
| Hungría | | | | | | ✓ | | | | | |
| Irlanda | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | |
| Islandia | | | | | | ✓ | | ✓ | | | |
| Italia | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | | | ✓ |
| Liechtenstein | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | |
| Lituania | ✓ | ✓ | | ✓ | | ✓ | | ✓ | | | |
| Luxemburgo | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | ✓ |
| Letonia | | | | | | ✓ | | | | | |
| Malta | ✓ | ✓ | | | ✓ | ✓ | | ✓ | | ✓ | |
| Países Bajos | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| Noruega | ✓ | ✓ | | | | ✓ | ✓ | | | | |
| Portugal | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | | ✓ |
| Rumanía | ✓ | | ✓ | | | ✓ | | ✓ | | | ✓ |
| Suecia | | | | | | ✓ | | | | | |
| Eslovenia | | ✓ | | | ✓ | ✓ | | ✓ | | | |
| Eslovaquia | ✓ | | | | | ✓ | | ✓ | ✓ | | |
| Reino Unido | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | | ✓ |

FUENTE: JERS (2020a).

de 22 mil millones de euros en marzo, y solo a 0,7 mil millones a mitad de mayo. En el caso de los fondos alternativos, las suspensiones fueron más frecuentes debido a las dificultades de los fondos para valorar adecuadamente sus activos.

En España, la única incidencia reseñable que se produjo afectó a un fondo de fondos que tenía en su cartera participaciones de una SICAV luxemburguesa que había suspendido el cálculo del valor liquidativo. En consecuencia, el fondo realizó suscripciones

y reembolsos parciales con normalidad sin tener en cuenta esta inversión, que representaba un 7,1 % de la cartera. Adicionalmente, la CNMV recomendó, en determinados casos, la utilización de esquemas de *swing pricing* o de valoración al precio *bid*, a los que se acogieron la mayor parte de las gestoras. Cabe señalar también la adopción, en el contexto de la crisis, de una nueva medida macroprudencial que consiste en establecer periodos de preaviso a los reembolsos con independencia de lo establecido en el reglamento de gestión del fondo. Esta medida puede ser iniciada por la gestora de la institución o por la propia CNMV.

Habida cuenta de estos desarrollos en el ámbito de la inversión colectiva en los primeros meses de la crisis del coronavirus, la Junta Europea de Riesgo Sistémico emitió una nueva recomendación en mayo de 2020, enfatizando la necesidad de que los gestores dispongan de las herramientas adecuadas y que las empleen cuando resulte conveniente. También recomendó que ESMA liderara un ejercicio conjunto con las agencias nacionales para evaluar los fondos con exposiciones significativas a activos de deuda corporativa y a activos inmobiliarios.

4. Conclusiones

El desarrollo del marco de la política macroprudencial más allá de la banca ha avanzado de forma notable durante los últimos años, pero sigue siendo una tarea compleja en el ámbito de la Unión Europea debido a la heterogeneidad de entidades y actividades que conforman la intermediación financiera no bancaria, así como a las diferencias existentes en las regulaciones de los países miembros de la UE.

Este artículo se ha centrado en el diseño de la política macroprudencial, en particular, en relación con la disponibilidad de las herramientas en el ámbito de la inversión colectiva, por ser las entidades de este sector las más relevantes dentro de la IFNB tanto en España como en Europa. Lo cierto es que los trabajos sobre la identificación de riesgos de este sector han

progresado de forma significativa en los últimos años con el desarrollo de múltiples indicadores de diversa naturaleza, que nos han permitido concluir que los riesgos de liquidez y de apalancamiento son los más relevantes para estas instituciones. Así lo han puesto de manifiesto diversos informes del FSB y de la JERS en los últimos años. También se ha resaltado la importancia de la elevada interconexión de los fondos de inversión con otros subsectores del sector financiero, una materia sobre la que hay que seguir profundizando.

El desarrollo de los instrumentos macroprudenciales en el ámbito no bancario no se puede hacer trasladando a estas instituciones las herramientas tradicionales aplicadas a los bancos, por la propia naturaleza de estas instituciones y a pesar de que algunos de los riesgos que generen sean similares. Como excepción, se podría aludir a los colchones de capital exigibles a las empresas de servicios de inversión y a las infraestructuras de los mercados.

En el ámbito concreto de los fondos de inversión, las diferencias a las que aludíamos entre países de la UE empiezan por la ausencia de un reporte de datos común para los fondos UCITS (sí existe este reporte para los FIA) y continúan por la existencia de un conjunto heterogéneo de herramientas para la gestión de liquidez y el apalancamiento de los fondos. Desde nuestro punto de vista, un diseño adecuado de la política macroprudencial en el ámbito no bancario no debería pasar, al menos en un primer momento, por la adopción de nuevas herramientas puesto que, como se ha mencionado en el artículo, su número es elevado y su grado de eficacia también parece serlo. Este diseño se podría plantear desarrollando un marco común europeo que se inicie con este reporte común de datos, establezca una metodología consistente de análisis de riesgos y determine un conjunto de herramientas comunes para los diferentes Estados, así como su marco de activación. En este sentido las recomendaciones efectuadas por la Junta Europea de Riesgo Sistémico en 2018 cobran todo el sentido.

En la parcela concreta de las herramientas macroprudenciales, que es el objeto de este artículo, sería conveniente decidir un conjunto mínimo de herramientas disponible en todos los países miembros en función de su eficacia y eficiencia, a partir del cual cada Estado pueda adoptar herramientas adicionales si se decide que es necesario. El marco de activación de estas medidas también debería ser lo más homogéneo posible, y resulta pertinente decidir no solo cuándo se activan sino también qué institución puede hacerlo. Cabe recordar que en el ámbito de los fondos de inversión son los gestores los que activan estas medidas en la mayoría de los casos (a veces con cierta reticencia por el riesgo reputacional que esto puede acarrear), mientras que los supervisores apenas pueden hacerlo, reduciendo esta potestad prácticamente a las suspensiones de los reembolsos, que es la única herramienta común a todos los países de la UE. Respecto al marco de activación de las medidas también podría discutirse cuál puede ser el papel de ESMA y, si es conveniente, que sea similar al que desarrolla cuando los supervisores de valores deciden, por ejemplo, prohibir las ventas en corto por razones de estabilidad financiera.

Finalmente, cabe aludir al dinamismo que ha mostrado la CNMV en los últimos años en relación al análisis de las herramientas macroprudenciales disponible en España en el ámbito de la inversión colectiva y que ha derivado en dos nuevas herramientas para gestionar el riesgo de liquidez de estas instituciones: una que permite exigir un volumen determinado de activos muy líquidos en las carteras y otra que permite establecer periodos de preaviso a los reembolsos con independencia de lo que contemple el reglamento de gestión del fondo. Estas dos nuevas medidas mejoran enormemente el marco de la política macroprudencial en su vertiente no bancaria en España no solo por aumentar el número de herramientas disponible sino también por el hecho de que estas pueden ser activadas por la CNMV.

Referencias bibliográficas

- CNMV, Comisión Nacional del Mercado de Valores (2019a). *Monitor de la intermediación financiera no bancaria*.
- CNMV, Comisión Nacional del Mercado de Valores (2019b). *La participación de la CNMV en la política macroprudencial*.
- CNMV, Comisión Nacional del Mercado de Valores (2021). *Intermediación financiera no bancaria en España*.
- EFAMA, European Fund and Asset Management Association (2020). *Managing fund liquidity risk in Europe. Recent regulatory enhancements & proposals for further improvements*.
- ESMA, European Securities and Markets Authority (2019a). *Stress simulation for investment funds*. ESMA Economic Report.
- ESMA, European Securities and Markets Authority (2019b). *Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs*. Final Report.
- ESMA, European Securities and Markets Authority (2020). *Guidelines on Article 25 of Directive 2011/61/EU*. Consultation Paper.
- FSB, Financial Stability Board (2013). *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*.
- IOSCO, International Organization of Securities Commissions (2014). *Risk identification and assessment. Methodologies for securities regulators*.
- IOSCO, International Organization of Securities Commissions (2018a). *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes. Final Report*.
- IOSCO, International Organization of Securities Commissions (2018b). *Open-ended fund liquidity and risk management – good practices and issues for consideration*.
- JERS, Junta Europea de Riesgo Sistémico (2016). *Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper*.
- JERS, Junta Europea de Riesgo Sistémico (2017). *Recommendation of the European Systemic Risk Board of 7 December 2017 on liquidity and leverage risks in investment funds (ESRB/2017/6)*.
- JERS, Junta Europea de Riesgo Sistémico (2020a). *A review of macroprudential policy in the EU in 2019*.
- JERS, Junta Europea de Riesgo Sistémico (2020b). *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2020*.
- JERS, Junta Europea de Riesgo Sistémico (2020c). *Recommendation of the European Systemic Risk Board on liquidity risks in investment funds (ESRB/2020/4)*.
- Mencia, J. & Saurina, J. (2016). *Política macroprudencial: objetivos, instrumentos e indicadores*. Banco de España. Documentos Ocasionales n.º 1.601.
- Ojea, J. (2020). *Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión*. Boletín de la CNMV, segundo trimestre.