

HERRAMIENTAS MACROPRUDENCIALES EN EL ÁMBITO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ABIERTOS

María Isabel Cambón y Gema Pedrón

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

<https://doi.org/10.53479/34855>

Las autoras pertenecen a la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). [Formulario de contacto](#) para comentarios.

Este artículo es responsabilidad exclusiva de las autoras y no refleja necesariamente la opinión de la CNMV.

Resumen

La relevancia que han cobrado las entidades y actividades financieras no bancarias en los últimos años ha centrado la atención de supervisores y reguladores a efectos de preservar la estabilidad financiera. Se ha iniciado un debate a escala internacional sobre la conveniencia de desarrollar la política macroprudencial en el ámbito de los fondos de inversión. Los riesgos más importantes para la estabilidad financiera que pueden emanar de estas instituciones se originan, principalmente, por los desajustes entre las condiciones de liquidez de su cartera y las de sus reembolsos o por un apalancamiento elevado. Las herramientas macroprudenciales disponibles en este ámbito son múltiples y de diferente naturaleza, y existe una gran disparidad entre las jurisdicciones. Actualmente están en marcha relevantes iniciativas internacionales, impulsadas por la Organización Internacional de Comisiones de Valores y el Consejo de Estabilidad Financiera, destinadas a promover y homogeneizar el conjunto de herramientas disponibles y su aplicación. En este artículo se describen las herramientas existentes en España, detallando el objetivo que persiguen y la posibilidad de acción por parte del regulador. Asimismo, se compara la situación de España con la de otras jurisdicciones europeas. La comparativa revela la amplia disponibilidad en España tanto de información como de herramientas para la gestión de los riesgos.

Palabras clave: fondos de inversión, herramientas de gestión de liquidez, estabilidad financiera, política macroprudencial.

1 Introducción

La política macroprudencial, que tiene como finalidad preservar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, empezó a desarrollarse en el ámbito bancario. En los últimos años se está extendiendo a otros sectores del sistema financiero, prestando atención a los riesgos para la estabilidad financiera que pueden derivar del ámbito no bancario. Este cambio surge a raíz de la última crisis financiera global, que puso de manifiesto, entre otros aspectos, que actores y actividades desarrolladas al margen del ámbito bancario pueden originar riesgo sistémico en determinadas circunstancias. En los desarrollos más recientes de la política macroprudencial se tienen en cuenta, además de dimensiones ya tradicionales, como el tamaño de los participantes o las interconexiones, otras variables, como la falta de transparencia y las cuestiones relacionadas con la información asimétrica y el riesgo moral¹.

1 Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, 2019).

A escala global, el sector de intermediación financiera no bancaria (IFNB) ha crecido de forma muy importante en los últimos años, pasando de 72 billones de euros en 2008 a 212 billones a final de 2021². El sector de IFNB representa actualmente aproximadamente la mitad del sistema financiero a escala mundial, y el sector bancario ocupa la otra mitad. En España, su peso es más reducido, al suponer un 25,4 % del sistema financiero.

La IFNB, por definición, cubre un amplio abanico de actores participantes en los mercados, de naturaleza muy diversa y con riesgos y nivel de regulación muy dispares. Abarca ámbitos como los fondos de inversión, la financiación privada y el capital riesgo, los seguros, los fondos de materias primas, entre otros. Los fondos de inversión abiertos son uno de los participantes de la IFNB más regulados, en la medida en que están sujetos a múltiples normas desde la perspectiva de normas de conducta y protección del inversor. El sector de los fondos de inversión ha crecido con fuerza en los últimos años. Adicionalmente, recientes episodios, como los elevados reembolsos³ sufridos por algunos fondos en los primeros momentos de la crisis del COVID-19 y las dificultades a las que se enfrentaron en diciembre de 2022 ciertos fondos con estrategias LDI (*liability-driven investments*) en cartera de fondos de pensiones británicos, han puesto de manifiesto el potencial de los fondos de inversión de transmitir riesgos al sistema financiero. Los principales foros y comités internacionales —el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés)— y europeos —la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS o ESRB) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés)— han analizado las fuentes potenciales de riesgos para la estabilidad financiera que pueden derivarse de la operativa de los fondos de inversión, así como las herramientas más adecuadas para mitigar estos riesgos.

El diseño de toda política macroprudencial debe partir necesariamente de la disponibilidad de datos adecuados y de elevada calidad. En España, la disponibilidad de información en el ámbito de los fondos de inversión puede calificarse de sobresaliente. Así se refleja en FSB (2022b), en el que se recoge el sistema de envío de datos al regulador en España como un ejemplo de buenas prácticas. Desde hace años, el volumen de datos a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) le ha permitido a este organismo realizar, entre otras tareas, de forma recurrente, diferentes análisis sobre el riesgo de liquidez y el riesgo de apalancamiento de estas instituciones, que son los más preocupantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera. La CNMV, a través de su Departamento de Supervisión, hace un seguimiento muy estrecho de aquellos fondos que invierten en activos menos líquidos. Por otro lado, la CNMV publica, con carácter anual, un informe sobre la IFNB en España en el que se describen las tendencias más recientes de las entidades y actividades que forman parte de ella y se evalúan sus riesgos más importantes. En el caso de los fondos

2 Según el Financial Stability Board (FSB, 2022a), que abarca 19 países pertenecientes al área del euro más 21 jurisdicciones adicionales. La IFNB se entiende aquí de forma amplia, incluyendo todas las instituciones financieras, excepto los bancos centrales, los bancos y las instituciones financieras públicas.

3 Véase la serie de publicaciones de la CNMV [Monitor de la intermediación financiera no bancaria](#) para un análisis detallado del tamaño y los riesgos observados en este ámbito.

de inversión abiertos⁴, se analizan los riesgos de liquidez, de crédito, de transformación de vencimiento y de apalancamiento.

El objetivo principal de la política macroprudencial en el ámbito de los fondos de inversión es reforzar su resiliencia ante episodios de estrés y reducir la probabilidad de transmitir riesgos al resto del sistema financiero. La supervisión microprudencial se centra en la solvencia y los riesgos asumidos por las entidades individuales (fondos de inversión y/o sociedades gestoras). Por su parte, la política macroprudencial resultaría complementaria de esta. Su diseño debe hacerse bajo una perspectiva amplia y global del sistema financiero, considerando los efectos de la acción colectiva de los fondos de inversión en conjunto, o de determinadas cohortes de estos.

Las medidas *ex ante*, encaminadas a mitigar vulnerabilidades antes de la aparición de una situación de estrés, son las más coherentes con el objetivo principal de la política macroprudencial. No obstante, también deben considerarse intervenciones *ex post*, encaminadas a reducir la gravedad, duración e impacto de la crisis una vez que esta se ha desencadenado.

El marco regulador de los fondos de inversión está diseñado con el objetivo principal de la protección del inversor. Muchas de las disposiciones contenidas en el régimen regulatorio europeo, además de otras específicas de la normativa española, persiguen este objetivo. Algunos ejemplos de estas serían los siguientes: las exigencias de información, las normas sobre activos elegibles y diversificación de riesgos, las políticas de gestión del riesgo de liquidez y de gestión de conflictos de interés, así como las exigencias de custodia de los activos y de supervisión encomendadas a la entidad depositaria. En gran medida se trata de normas microprudenciales que limitan los riesgos que pueden asumir los fondos de inversión a nivel individual. Al ser aplicadas de forma general al conjunto del sector de fondos de inversión, acaban teniendo un impacto macroprudencial.

El desarrollo de una política macroprudencial sólida exige incorporar en el marco regulador una visión global e integral del riesgo sistémico. Esto se puede conseguir tanto a partir del empleo con un fin macroprudencial de medidas y herramientas microprudenciales ya existentes como del diseño de otras nuevas. Por otro lado, no parece adecuado que su puesta en funcionamiento dependa exclusivamente de la actuación de las sociedades gestoras. Las autoridades supervisoras se encuentran mejor posicionadas para valorar los riesgos de la acción colectiva de los participantes en el mercado, así como las interconexiones entre distintas entidades del sistema financiero. Las autoridades desempeñan, por tanto, un papel fundamental en la ejecución de la política macroprudencial, tanto monitorizando los riesgos de forma *ex ante* como interviniendo en caso de considerarlo necesario.

4 Excepto los fondos de renta variable y los de inversión libre, que no entran dentro del ámbito de los que llevan a cabo actividades de intermediación crediticia, según lo definido por el FSB. En cualquier caso, todos los fondos de inversión abiertos están sujetos a análisis de riesgos frecuentes por parte del Departamento de Supervisión de la CNMV, no siendo públicos los informes en los que se reflejan las conclusiones de estos análisis.

Este artículo traslada al caso español el debate sobre los riesgos potenciales que la actividad de los fondos de inversión de carácter abierto puede transmitir al sistema financiero, así como las herramientas existentes para abordar estos riesgos, con especial énfasis en la disponibilidad y uso de las herramientas de gestión de la liquidez. Como se ha mencionado más arriba, estas herramientas fueron establecidas en la mayoría de los casos con una finalidad de protección del inversor. Sin embargo, al aplicarse al conjunto de las gestoras y los fondos de inversión abiertos, actúan sobre los riesgos potenciales que pueden trasladar al sistema financiero en su conjunto. La sección 2 expone los riesgos potenciales que pueden emanar de la actividad de los fondos de inversión. La sección 3 profundiza en las herramientas disponibles en España que pueden tener una aplicación macroprudencial. Para ello, se describen el funcionamiento de dichas herramientas y el riesgo que pretenden mitigar, distinguiendo las que están a disposición del propio gestor del fondo de aquellas que pueden ser activadas directamente por la CNMV. Como se detalla, la disponibilidad de herramientas en el ámbito de los fondos de inversión, tanto para los gestores como para la CNMV, es superior a la que se observa en otras jurisdicciones europeas de referencia. En los últimos años, la legislación española ha introducido nuevas herramientas y se ha incentivado su uso, tanto en tiempos de turbulencias en los mercados como en períodos normales. A continuación, en la sección 4, se describen las iniciativas más relevantes en la esfera europea e internacional, enfocadas mayoritariamente en las herramientas de gestión del riesgo de liquidez y la disponibilidad de herramientas en otras jurisdicciones europeas. Finalmente, en el último epígrafe se abordan las conclusiones y los retos pendientes en esta materia.

2 Riesgos potenciales de la actividad de los fondos de inversión de carácter abierto

Los fondos de inversión no son más que una cartera de activos (financieros o no financieros) que pertenece a una pluralidad de inversores. Los inversores, al invertir en un fondo de inversión, compran una participación en esta cartera proporcional a su participación en el patrimonio del fondo. La evolución del valor de estas participaciones estará afectada por la variación del precio de mercado de los valores de dicha cartera. De esta forma, el riesgo de mercado es absorbido por el fondo y, en última instancia, por sus partícipes, al valorarse las participaciones según los precios de cierre de mercado de cada activo en cartera. Más allá del riesgo de mercado, la actividad de los fondos de inversión y su impacto en el sistema financiero están sujetos principalmente a dos tipos de riesgos: el riesgo de liquidez y el riesgo de apalancamiento. Ambos pueden exacerbar movimientos de mercado y son susceptibles de afectar a la estabilidad financiera.

2.1 Desajuste de liquidez entre los activos en cartera y la frecuencia de reembolsos

El riesgo de desajuste de liquidez (*liquidity mismatch*) se define como la diferencia entre el tiempo que transcurre desde el momento en el que un inversor solicita un reembolso y recibe

el pago de sus participaciones y el tiempo que necesita el gestor del fondo para liquidar las inversiones necesarias para hacer frente al pago ordenado de estos reembolsos. En este sentido, este desajuste será mayor en aquellos fondos que ofrecen a sus inversores reembolsos diarios, mientras invierten una parte sustancial de su patrimonio en activos que requieren varios días para su venta en mercado a un precio que no se desvíe sustancialmente del precio que está incorporado en la valoración de las participaciones.

Los procedimientos de valoración de los activos de un fondo de inversión resultan de especial relevancia para garantizar que el precio al que los partícipes compran y venden sus participaciones sea un fiel reflejo del valor de su participación en la cartera del fondo. Si la valoración no se ajusta adecuadamente a la situación del mercado, como puede suceder en aquellos activos menos líquidos, en situaciones de caídas de precios pueden originarse ventajas para los partícipes que reembolsan, lo que podría incentivar unos reembolsos superiores a los que se producirían en caso de que el partícipe mantuviese la inversión directa en los activos. Esto es, en situaciones de caídas de precios, una mala política de valoración de activos (muy ligada a la gestión del riesgo de liquidez) tiene implicaciones desde el punto de vista de la protección del inversor, pero también de la estabilidad financiera, en la medida en que puede incentivar los reembolsos y exacerbar dichas caídas de precios.

En los fondos que presentan desajustes de liquidez pueden producirse dinámicas de reembolsos exacerbados en situaciones de crisis de liquidez de mercado. Estas dinámicas se desencadenan por el fenómeno denominado *first mover advantage*, es decir, por la ventaja que obtienen aquellos inversores que reembolsan primero sin asumir el coste asociado a la iliquidez de los activos en cartera, puesto que el valor liquidativo al que reembolsan no recoge este coste. Serán el fondo de inversión y los partícipes que permanecen en él los que soportarán este coste en el momento de la venta de activos.

Como se detalla en el epígrafe 3.1, este riesgo se mitiga imponiendo a los inversores que reembolsan el coste de dicha iliquidez. Habitualmente, los activos en cartera del fondo se valoran al precio medio (*mid price*). Sin embargo, cuando el fondo obtiene el precio *bid*, o precio al que el intermediario está dispuesto a comprar, la horquilla *bid/ask*, o precio de compra / precio de venta, refleja el coste de transacción e incorpora el coste de iliquidez. Cuando la liquidez disminuye, esta horquilla se ensancha. Esto justifica la necesidad de articular mecanismos encaminados a repercutir a todos los inversores que reembolsan este coste de transacción, es decir, el coste que tendrá que asumir el fondo al deshacer las inversiones necesarias para hacer frente a los reembolsos.

Adicionalmente, otra dinámica que puede provocar el fenómeno del *first mover advantage* es el incentivo del gestor de hacer frente a las solicitudes de reembolsos mediante la venta de los activos más líquidos en cartera (en lugar de vender proporcionalmente activos de diferente grado de liquidez). Esto puede provocar que aquellos activos menos líquidos acaben teniendo un mayor peso en la cartera restante del fondo y, por lo tanto, aumente el perfil de riesgo de liquidez que soportan los inversores que se quedan en el fondo.

En ambos casos, si no se gestiona adecuadamente el riesgo de liquidez, los inversores, ante una situación de tensión de la liquidez en los mercados, tendrán incentivos que habrá que reembolsar de forma anticipada, lo que puede exacerbar los problemas de liquidez y tensionar aún más el riesgo en el mercado.

2.2 Riesgo de apalancamiento

El apalancamiento es una estrategia que permite incrementar por encima del capital propio la exposición de la entidad que hace uso de él y que, si se utiliza de forma excesiva, puede desembocar en riesgos tanto para la propia entidad como para el resto del sistema. El riesgo de un apalancamiento excesivo, también presente en el ámbito bancario, ha estado en el origen de algunos períodos de crisis en el pasado. En general, existen dos maneras de incrementar el apalancamiento: mediante el endeudamiento (apalancamiento financiero) o mediante el uso de derivados (apalancamiento sintético).

Un uso excesivo del apalancamiento amplifica riesgos existentes tales como el de liquidez o el de mercado. El uso de derivados, para obtener apalancamiento sintético, puede dar lugar a requerimientos importantes de márgenes cuando hay descensos significativos en los precios de los activos y propiciar ventas forzosas para atender dichos márgenes. Este proceso puede acabar generando espirales negativas de precios e incrementando las pérdidas derivadas del riesgo de mercado. Además, el uso de derivados aumenta el riesgo de contrapartida y las interconexiones con otros participantes en los mercados (riesgo de contagio).

El apalancamiento está regulado en la normativa de los fondos de inversión desde el punto de vista de la protección del inversor, en la medida en que aumenta la complejidad del producto y amplifica la exposición, especialmente para inversores minoristas, que pueden no comprender bien los efectos y el riesgo realmente asumido. En todo caso, procede también un análisis de sus implicaciones desde el punto de vista de la estabilidad financiera a efectos de valorar la adecuación de las actuales herramientas, tal y como se detalla en el siguiente epígrafe.

3 Las herramientas macroprudenciales en el ámbito de los fondos de inversión en España

3.1 Disponibilidad en la regulación y posibilidad de activación

La disponibilidad de medidas y herramientas con potenciales fines macroprudenciales en el ámbito de los fondos de inversión en España es muy elevada, como puede observarse en la lista recogida en el cuadro 1. Este presenta un listado de las medidas existentes atendiendo al riesgo que pretenden mitigar, el objetivo intermedio que persiguen, la posibilidad de activación por parte de la sociedad gestora o de la CNMV e incluso la necesidad de que esta

Cuadro 1

Herramientas disponibles en la normativa vigente en España en el ámbito de la inversión colectiva

Instrumento	Objetivo intermedio	Disponible en la legislación española	Necesidad de autorización por parte de la CNMV	Posibilidad de activación por parte de la CNMV	Observaciones
Descuento a favor del fondo en reembolsos	Desajustes de liquidez y vencimiento	Sí	No	No	Su puesta en marcha inicial otorga derecho de separación a los partícipes
<i>Redemption gate</i>	Desajustes de liquidez y vencimiento	Sí	No	No	Para fondos alternativos e inmobiliarios
Reembolso en especie	Desajustes de liquidez y vencimiento	Sí	Sí	No	No se pueden usar en circunstancias normales
<i>Side pockets</i>	Desajustes de liquidez y vencimiento	Sí	Sí	No	No se pueden usar en circunstancias normales. No disponible para fondos inmobiliarios
Suspensión de los reembolsos	Desajustes de liquidez y vencimiento	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
Valoración a precios <i>bid/ask</i>	Desajustes de liquidez y vencimiento	Sí (*)		No	Recogido en la Guía Técnica 1/2022
<i>Swing pricing</i>	Desajustes de liquidez y vencimiento	Sí (*)	No	No	Recogido en la Guía Técnica 1/2022
Reembolsos parciales	Desajustes de liquidez y vencimiento	Sí	No	No	
Límites a la concentración de activos	Concentración excesiva de riesgos en determinados activos o sectores	Sí			Requisito regulatorio
Límites al uso de derivados	Apalancamiento excesivo	Sí			Requisito regulatorio
Límites al apalancamiento	Apalancamiento excesivo	Sí		Parcial	Requisito regulatorio en UCITS. La CNMV puede establecer límites específicos en fondos alternativos
Coefficiente de liquidez	Desajustes de liquidez y vencimiento	Sí			Requisito regulatorio
Políticas de gestión de la liquidez	Desajustes de liquidez y vencimiento	Sí			Requisito regulatorio
Fortalecimiento de la liquidez	Desajustes de liquidez y vencimiento	Sí		Sí	Por razones de estabilidad financiera, y temporalmente, la CNMV puede exigir para una entidad 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)
Exigencia de preaviso en reembolso	Desajustes de liquidez y vencimiento	Sí	Sí	Sí	Posibilidad de establecer plazos de preaviso para los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión, aplicables con carácter ordinario. Estos plazos pueden ser establecidos por la gestora o por la propia CNMV

FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(*) No contemplado expresamente en la normativa, pero sí en la guía técnica sobre la gestión y el control de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva (IIC) (véase siguiente epígrafe).

última tenga que autorizar la activación de algunas de las herramientas. Puede observarse que las más numerosas tienen que ver con los desajustes de liquidez, herramientas que, como se verá en el siguiente epígrafe, están siendo objeto de debate y desarrollo en la esfera internacional.

Como se ha señalado, la mayoría de estas medidas se adoptaron con un objetivo de protección del inversor, es decir, tienen un origen microeconómico, pero se les puede dar una aplicación macroprudencial. Además, como es lógico, el conjunto de herramientas no es estático, sino que se ha ido adaptando a nuevas necesidades identificadas. En particular, en los últimos años se han incorporado dos nuevas herramientas que pueden ser activadas por parte de la CNMV: i) la posibilidad de requerir de forma temporal coeficientes de inversión en activos de alta liquidez sobre una institución o un conjunto de ellas⁵, y ii) la posibilidad de establecer períodos de preaviso aunque esta no esté contemplada en el reglamento de gestión del fondo, incorporada durante los peores momentos de la crisis provocada por la pandemia⁶.

Es importante señalar que el cuadro recoge dos grandes grupos de herramientas; el primero es, en realidad, un conjunto de medidas estructurales, establecidas en la legislación, encaminadas a limitar los riesgos que pueden asumir los fondos de inversión abiertos⁷; el segundo lo componen aquellas herramientas de gestión de liquidez que se encuentran disponibles en nuestro marco normativo. Las sociedades gestoras, en su actividad de gestión de los activos de los fondos de inversión, por una parte, están obligadas a observar todas las disposiciones normativas; entre otras, aquellas que limitan los riesgos. Por otra parte, son las responsables de establecer y aplicar una correcta política de gestión de los riesgos de liquidez, que incluirá, entre otros elementos, el uso de herramientas de gestión de la liquidez. El papel de la CNMV es doble: por un lado, supervisa que las sociedades gestoras cumplan los límites de riesgo establecidos en la normativa y apliquen correctamente las herramientas de gestión de la liquidez; por otro, en situaciones excepcionales, y en aras de garantizar la estabilidad financiera, puede activar o instar a las gestoras a que pongan en marcha algunas de estas herramientas. Como se verá en el siguiente apartado, el número de medidas que la CNMV puede activar en un momento determinado es comparativamente superior al del resto de las jurisdicciones europeas de referencia.

En el caso español, el regulador también dispone de más datos sobre la actividad de los fondos⁸. La CNMV recibe información mensual muy detallada sobre las carteras de los fondos, su valoración, las compras y las ventas producidas a lo largo del mes, la liquidez mantenida en la cuenta del depositario o en otros activos muy líquidos, así como la operativa con instrumentos derivados. Por la parte del pasivo del fondo, se recibe información del número

5 Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales.

6 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.

7 Existe una categoría de fondos de inversión libre con un régimen más flexible y que no están sujetos a estas limitaciones. Su peso en el conjunto del sector de fondos abiertos en España es muy residual (alrededor del 1 %).

8 Véase FSB (2022b), en el que se recogen las conclusiones de la evaluación de las recomendaciones del FSB de 2017 sobre desajustes de liquidez en los fondos de inversión abiertos. Se señala el modelo de reporte de datos al regulador en España (CNMV) como un ejemplo de buenas prácticas, al ser uno de los más completos de los evaluados.

de participaciones suscritas y reembolsadas cada día, la concentración de las participaciones y el tipo de inversores. Esta información le permite a la CNMV cumplir con la función de supervisar el cumplimiento de los límites establecidos en la normativa; entre otros, analizar el riesgo asumido de forma individual por cada fondo, incluyendo el riesgo de liquidez y de apalancamiento, e identificar aquellos fondos que están asumiendo riesgos mayores. A las gestoras de estos fondos se les hace un seguimiento estrecho de sus procedimientos internos de gestión de la liquidez y, en ocasiones, se les puede instar a la adopción de determinadas medidas y herramientas de su gestión. Estas actuaciones de supervisión se enmarcan en el mandato de la CNMV de protección de los inversores. No obstante, al realizarse de forma global sobre todos los fondos de inversión, acaba teniendo un alcance macroprudencial, al prevenir de forma *ex ante* la acumulación de riesgos en el sector.

A continuación se ofrece una breve descripción de las herramientas disponibles para aplicación a fondos domiciliados en España⁹, recogidas en el cuadro 1:

- 1 *Herramientas antidilutivas*. Tienen como objetivo repercutir a los inversores que reembolsan (en algunos casos también a los que suscriben) el coste de transacción y el de iliquidez que asumirá el fondo en el momento de la venta/compra de activos derivada de dichos reembolsos/suscripciones, respectivamente. Estas medidas tienen como objetivo mitigar el riesgo de desajuste de liquidez. En España, actualmente se pueden aplicar tres tipos de herramientas con esta finalidad:
 - *Descuento a favor del fondo en reembolsos o suscripciones*. Se trata de un descuento o comisión aplicada sobre la cantidad reembolsada/suscrita por el partícipe. El importe de esta comisión se ingresa en la cuenta del fondo para compensar el posible coste de transacción que asumirá en la venta (o compra) de activos necesaria para atender los reembolsos (o suscripciones). El porcentaje de esta comisión es fijo, con un máximo del 5 % sobre el importe reembolsado.
 - *Swing pricing*. Consiste en ajustar el valor liquidativo al alza (en suscripciones) y a la baja (en reembolsos) aplicando un factor de ajuste que recoge el efecto de los costes de transacción que asumirá el fondo como consecuencia de las operaciones de compraventa de valores ocasionadas por estas suscripciones y reembolsos. Normalmente, este mecanismo se activa cuando las suscripciones o reembolsos netos en el fondo superan un determinado umbral. La gestora fijará en un procedimiento interno los criterios, factores de ajuste y umbrales que se aplicarán en cada fondo, siguiendo las recomendaciones fijadas en la Guía Técnica 1/2022 de la CNMV, sobre la gestión y control de la liquidez de las IIC.

⁹ Las disposiciones que permiten su uso se encuentran recogidas en la *Ley 35/2003*, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, el Reglamento que la desarrolla (*Real Decreto 1082/2012*) y la *Guía Técnica 1/2022* de la CNMV, sobre la gestión y control de la liquidez de las IIC. Aquellos otros fondos comercializados en España, pero no domiciliados aquí, podrán aplicar las herramientas disponibles en la jurisdicción de origen.

- *Valoración a precios bid o ask.* Consiste en incorporar en los procedimientos internos de la gestora la posibilidad de modificar el criterio de valoración, pasando de usar el precio medio de mercado a usar el precio *bid* (precio de compra desde el punto de vista del intermediario y de venta por parte del fondo) en el caso de reembolsos netos o el precio *ask* (de compra para el fondo) en el caso de suscripciones netas. El mecanismo puede ligarse, al igual que el *swing pricing*, a la superación de un determinado volumen de reembolsos o suscripciones netas en un día, teniendo en cuenta las características del fondo y los criterios fijados en la Guía Técnica 1/2022 de la CNMV.

2 *Herramientas que suponen una restricción o limitación al reembolso.* Pretenden mitigar el riesgo de desajuste de liquidez.

- *Límites de reembolsos máximos, o gates.* Son límites a los reembolsos máximos permitidos en cada fecha de reembolso. Por ejemplo, si se establece una *gate* del 5 % del patrimonio, el fondo atiende con normalidad los reembolsos solicitados por debajo de dicho umbral. En caso de superarse dicho límite, se atenderán las órdenes a prorrata hasta alcanzar el 5 % del patrimonio y se dejará pendiente el exceso hasta la siguiente fecha de reembolso. En España, actualmente se pueden imponer *gates* en los fondos inmobiliarios y los de inversión libre.
- *Reembolso en especie.* Consiste en hacer frente a las solicitudes de reembolso mediante la asignación de los valores en cartera del fondo, en lugar de mediante pago en efectivo. De esta forma se evita que el fondo tenga que vender los valores en el caso de que estos sean ilíquidos.
- *Side pockets, o compartimentos de propósito especial.* Son vehículos constituidos con la finalidad de albergar los activos ilíquidos escindidos de un fondo de inversión. Los partícipes de este vehículo serán los mismos del fondo original, y se les asignará una participación en el nuevo vehículo equivalente a la que tenían en el fondo original en el momento de la escisión. El objetivo de este mecanismo es separar los activos ilíquidos para liquidarlos en el futuro, cuando la situación de mercado lo permita. Mientras tanto, el fondo original mantiene el resto de los activos líquidos y continúa su actividad normal, aceptando suscripciones y reembolsos de la forma habitual.
- *Suspensiones de reembolsos.* La gestora puede suspender temporalmente las suscripciones y los reembolsos en el fondo en situaciones excepcionales, cuando resulte imposible determinar el precio justo de las participaciones o concorra otra causa de fuerza mayor, y siempre en el interés de los partícipes.
- *Suspensiones parciales de reembolsos.* Se trata de un mecanismo que tiene un efecto muy similar al del *side pocket*, pero su implementación es más ágil. Se

podrá hacer uso de este cuando una parte de los activos en cartera se haya visto afectada por la suspensión de la cotización en mercado. En estos casos, la suscripción y el reembolso de participaciones se harán en efectivo por la parte del precio de la participación que no corresponda a los valores suspendidos, y la diferencia se hará efectiva cuando se reanude la contratación, habida cuenta de la cotización del primer día en que se produzca.

3 *Herramientas que proporcionan una flexibilidad adicional, en términos temporales, para liquidar los reembolsos.* También mitigan el riesgo de desajuste de liquidez.

- *Preavisos en reembolsos o notice periods.* Se exige a los partícipes un preaviso de su intención de reembolsar con una determinada antelación respecto a la fecha de reembolso. De esta forma, la gestora dispone de más tiempo para poder llevar a cabo de forma ordenada la desinversión de los activos para atender el pago de los reembolsos. La normativa española contempla un régimen general de preavisos de hasta diez días de antelación respecto a la fecha del reembolso, siempre que los reembolsos de un mismo partícipe superen los 300.000 euros. Como se ha mencionado, durante la crisis del COVID-19 se modificó la Ley de IIC para que, en situaciones excepcionales, el régimen de preavisos fuese más flexible, permitiendo a la gestora exigir un preaviso sin límite máximo de días y por cualquier importe de reembolsos. Asimismo, se faculta a la CNMV para exigir a las gestoras la aplicación de este preaviso.
- *Aumento del período de liquidación de los reembolsos.* Habitualmente, las órdenes de reembolso se liquidan en un plazo máximo de tres días hábiles desde la fecha de referencia. Este plazo se puede alargar hasta cinco días en situaciones extraordinarias. En todo caso, el valor liquidativo que se pagará al partícipe será el que corresponda en la fecha de solicitud del reembolso, a diferencia de lo que ocurre en los preavisos, que se liquidan al valor liquidativo de la fecha en la que finaliza el período de preaviso.

4 *Medidas estructurales contenidas en la normativa de IIC en España.* El 99 % de las IIC abiertas domiciliadas en España, en términos de patrimonio, son armonizadas, es decir, están sujetas a los preceptos de la Directiva UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*)¹⁰, o bien son cuasi-UCITS¹¹, lo que en la práctica implica que todas ellas deben cumplir¹² las exigencias, en términos de

10 La normativa UCITS se refiere a un conjunto de normas armonizadas a escala europea relativas, entre otros, a activos elegibles, requisitos de diversificación y diferentes límites de riesgos que deben respetar las IIC con pasaporte UCITS. Son normas encaminadas a ofrecer un alto nivel de protección a estas instituciones comercializadas fundamentalmente a inversores minoristas.

11 A pesar de no ser una denominación oficial, nos referimos en general con este término a aquellos fondos a los que, acogiéndose a lo dispuesto en el artículo 72 del Reglamento de desarrollo de la Ley de IIC, se les permite una cierta flexibilidad adicional respecto a las IIC armonizadas o UCITS.

12 Las IIC cuasi-UCITS están eximidas del cumplimiento de un pequeño número de exigencias de la Directiva UCITS. No obstante, esta flexibilidad no redundará en unos riesgos sustancialmente diferentes a los de las armonizadas.

requisitos de liquidez, activos elegibles, endeudamiento y apalancamiento máximo a través de derivados, recogidas en el marco de UCITS. Estas exigencias limitan el riesgo que pueden asumir individualmente los fondos de inversión, lo que contribuye a mitigar los riesgos de liquidez, apalancamiento e interconexión del sector de los fondos de inversión a escala global. Las principales son las siguientes:

- *Exigencias de liquidez.* Los fondos de inversión financieros deben invertir en activos admitidos a cotización en un mercado regulado o sistema organizado de negociación. La inversión en activos no cotizados se limita a un máximo del 10 % de su patrimonio.
- *Gestión de la liquidez.* Las gestoras deben contar con procedimientos internos adecuados para realizar un seguimiento permanente del nivel de riesgo de liquidez de las IIC gestionadas. En el siguiente apartado se describen los principios que ha de seguir dicho procedimiento, según lo especificado en una reciente guía de la CNMV (véase recuadro 1).
- *Coeficientes de liquidez.* Los fondos deben mantener en todo momento un nivel de activos muy líquidos suficiente para hacer frente a las peticiones de reembolso y a otras obligaciones; por ejemplo, las emanadas de la actividad con instrumentos derivados. Este coeficiente será como mínimo del 1 % del patrimonio del fondo. Por otro lado, la CNMV podrá exigir (para proteger a los inversores o evitar riesgo sistémico) el incremento de los activos líquidos en cartera a determinadas gestoras o fondos de inversión.
- *Diversificación de riesgos.* La normativa UCITS impone coeficientes de inversión máxima en valores emitidos por un mismo emisor.
- *Límites al endeudamiento.* Los fondos de inversión solamente pueden recurrir al endeudamiento financiero de forma temporal, para hacer frente a necesidades transitorias de liquidez y por un importe máximo del 10 % del patrimonio.
- *Límites a la operativa con derivados.* La normativa UCITS impone un límite del 100 % del patrimonio a la exposición alcanzada a través de derivados. El riesgo de contrapartida, en el caso de operativa *over the counter* (OTC), se limita al 10 % del patrimonio. Los fondos cuasi-UCITS pueden superar el límite de exposición del 100 % siempre que la operativa con derivados se realice con la finalidad de conseguir un objetivo concreto de rentabilidad garantizado al fondo por un tercero.

Las IIC no armonizadas, es decir, no acogidas a la Directiva UCITS, están sujetas a la Directiva Europea de Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (AIFMD, por sus siglas en inglés), que proporciona un marco más flexible en cuanto a inversiones y apalancamiento máximo permitido. En España, los fondos de inversión alternativos (FIA) engloban cuatro categorías

GUÍA TÉCNICA 1/2022 DE LA CNMV, SOBRE LA GESTIÓN Y CONTROL DE LA LIQUIDEZ DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

La regulación descrita en el apartado anterior del texto general se complementa con la práctica supervisora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y las recomendaciones de actuación que la institución ha ido transmitiendo a las entidades a lo largo de los años. Estos criterios supervisores se recogen en la Guía Técnica 1/2022 sobre la gestión y control de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva (IIC)¹, aprobada por la CNMV a finales de enero de 2022. Esta iniciativa, además de unificar los criterios supervisores de los últimos años, tuvo en cuenta también los resultados de las recientes actuaciones supervisoras llevadas a cabo a escala europea (destaca la Actuación de Convergencia Supervisora, o *Common Supervisory Action*, realizada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados durante 2020).

En particular, la guía técnica contempla qué contenidos deberían incluir los procedimientos de las gestoras de IIC para garantizar una gestión y un control adecuados del riesgo de liquidez de sus IIC, con el objetivo de evitar la generación de perjuicios y conflictos de interés entre inversores. En concreto, la guía detalla:

- Los análisis que se han de realizar y los límites que se deben tener en cuenta en la fase de diseño de cada IIC, así como las comprobaciones que deben llevarse a cabo también antes de la realización de cualquier inversión.
- Los análisis y controles recurrentes necesarios para garantizar un adecuado alineamiento entre el perfil de liquidez de los activos y el del pasivo de cada IIC. Para ello, se deberá dar cumplimiento, con un margen razonable, al principio de venta proporcional de activos líquidos y menos líquidos (o *slicing approach*). Se incluyen pautas detalladas sobre las metodologías para determinar las ratios o niveles de liquidez de los instrumentos financieros, la estimación de los horizontes

temporales de venta, así como los escenarios de reembolsos y otras obligaciones de pago, y las pruebas de resistencia. Se especifica, en la redacción final, que será la gestora la que defina cómo se mantendrá la proporción de activos líquidos y menos líquidos ante situaciones de reembolso en la IIC.

- Las diferentes herramientas que podrán ser utilizadas para una adecuada gestión de la liquidez de las IIC. Las gestoras de IIC deberán contemplar en sus procedimientos, por una parte, las circunstancias bajo las que serían aplicables las diferentes herramientas establecidas por la normativa (plazos de preaviso, endeudamiento temporal, suscripciones/reembolsos parciales, *side-pockets...*), asegurándose también de su adecuada implementación, y, por otra, la utilización de mecanismos antidilutivos (entre los que cabe destacar la valoración de la cartera a precios *bid* o *ask* y el *swing pricing*) para evitar conflictos de interés entre partícipes que suscriben o reembolsan y los que permanecen en momentos especialmente complejos respecto a la situación de mercado. También se relacionan aquellos factores que deben tenerse en cuenta en el diseño de los mecanismos antidilutivos.
- Las funciones asumidas por las diferentes áreas de la gestora, la involucración del consejo de administración y análisis adicionales relativos a la delegación de funciones.

Cabe mencionar que la gestión de la liquidez está generando también una atención creciente en la Unión Europea, con la propuesta de modificación, a finales de noviembre de 2021, de las directivas de fondos de inversión libre y de la regulación de UCITS², que incorpora, entre otros asuntos, como novedad a escala de la Unión Europea, elementos similares a los que contiene esta guía para España.

¹ Disponible en [CNMV. Guías técnicas](#).

² Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 2011/61/UE y 2009/65/CE en lo que respecta a los acuerdos de delegación, la gestión del riesgo de liquidez, la presentación de información a efectos de supervisión, la prestación de servicios de depositario y custodia y la originación de préstamos por fondos de inversión alternativos.

de fondos: 1) las cuasi-UCITS (que, como se ha mencionado, cumplen con la mayoría de las exigencias de UCITS); 2) las IIC de inversión libre y las IIC que invierten en otras IIC de inversión libre¹³; 3) las IIC de inversión inmobiliaria, y 4) las entidades de capital riesgo.

En España, en la actualidad, tanto las IIC alternativas inmobiliarias como las entidades de capital riesgo son de carácter cerrado, por lo que no presentan riesgos de desajuste de liquidez que puedan afectar a un gran volumen de partícipes o generar efectos en el sistema. Las IIC de inversión libre son de carácter abierto, aunque la normativa específica española les permite usar un número mayor de herramientas (respecto a las UCITS) para limitar los reembolsos, como las *gates*, mayores plazos de preaviso, menos frecuencia de reembolsos y establecimiento de períodos mínimos de permanencia en los que no se puede reembolsar.

Por lo que se refiere al riesgo de apalancamiento, el artículo 25 de la Directiva de AIFMD impone la obligación a las autoridades nacionales competentes de llevar a cabo análisis trimestrales del nivel de apalancamiento asumido por los fondos alternativos con el objetivo de identificar potenciales riesgos de carácter sistémico originados por dicha operativa. Se informará, al menos anualmente, a la ESMA del resultado de dicho análisis, o con mayor frecuencia en caso de identificarse riesgos sustanciales. Asimismo, la Directiva de AIFMD habilita a las autoridades nacionales y a la ESMA para imponer límites máximos al apalancamiento a fondos individuales o grupos de fondos alternativos en caso de que se detecte que su nivel de apalancamiento puede provocar riesgos a la estabilidad o integridad del sistema financiero.

3.2 Implantación y uso de las herramientas en los fondos de inversión

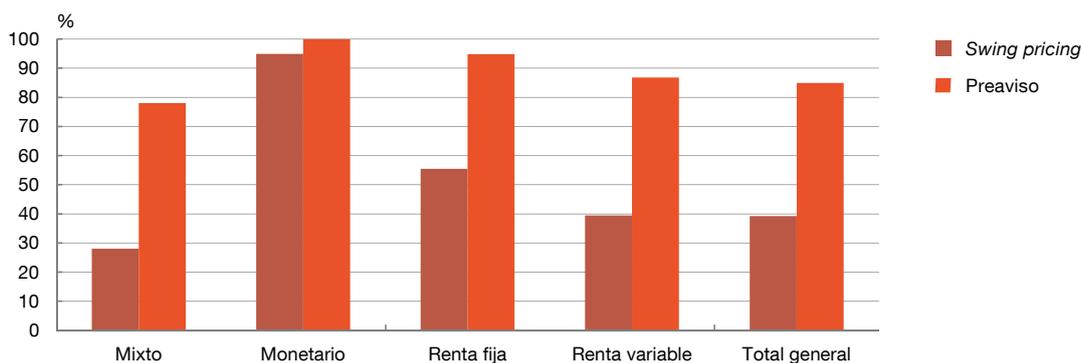
Con la información disponible, resulta difícil conocer el grado de uso de las herramientas de gestión de la liquidez en la práctica. *A priori*, las herramientas se deben incorporar en los folletos o en los reglamentos de gestión del fondo. Sin embargo, con carácter general, las gestoras no tienen por qué comunicar el momento en que estén utilizando una herramienta determinada. Por otra parte, hay herramientas, como la valoración a precios *bid* o los esquemas de *swing pricing*, que presentan algunas especificidades. En estas es habitual que su activación se produzca cuando los reembolsos netos sobrepasan un cierto umbral definido por las sociedades gestoras. En el caso del *swing pricing*, además, las gestoras deben incorporar en el folleto o notificar a la CMMV mediante hecho relevante la primera vez que establecen este mecanismo, pero no su uso efectivo.

Con todo, los datos apuntan a que la política de impulso realizada por la CNMV para el uso activo de herramientas de gestión de la liquidez por parte de las IIC ha propiciado que un elevado volumen de los fondos de inversión (el 85 % del total en términos de patrimonio)

¹³ Las IIC alternativas representan alrededor del 1 % del total de las IIC abiertas en España. El 99 % restante son UCITS y cuasi-UCITS.

Gráfico 1

Disponibilidad de herramientas de gestión de liquidez en los fondos de inversión



FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

NOTA: Porcentaje del patrimonio de cada vocación analizada.

tenga establecida en el folleto la posibilidad de exigir preavisos de hasta diez días hábiles cuando los reembolsos superen los 300.000 euros. Asimismo, un 39 % de los fondos, en términos de patrimonio, tienen establecida, bien en el folleto, o bien mediante comunicación por hecho relevante, la posibilidad de usar un mecanismo de *swing pricing*. Las categorías de fondos monetarios y de renta fija son las que recurren a este último mecanismo con mayor frecuencia. Así, el 95 % de los fondos monetarios y el 55 % de los de renta fija (en términos de patrimonio) están preparados para hacer uso de él (véase gráfico 1).

La información sobre el uso que se le ha dado a las herramientas en los últimos años ha coincidido con dos momentos de extraordinarias circunstancias, como fueron la pandemia y la guerra entre Rusia y Ucrania. De su análisis se extraen las siguientes tendencias:

En relación con la pandemia, se observó que los fondos de inversión españoles sufrieron reembolsos elevados en los primeros momentos de esta, en particular en la segunda mitad de marzo, por un importe agregado que representaba el 2 % de su patrimonio. En meses posteriores, con un patrón algo irregular, los fondos recuperaron parte de estas salidas de recursos, de manera que los reembolsos netos agregados entre marzo y noviembre se estimaron en el 1,7 % del patrimonio. Las tareas de supervisión realizadas por la CNMV no identificaron casos en los que estos reembolsos se efectuaran con dificultades. De hecho, ningún fondo español tuvo que activar ninguna medida extraordinaria de liquidez, como las suspensiones de los reembolsos o los *side pockets*. Sin embargo, cinco fondos tuvieron que realizar reembolsos parciales¹⁴. El mecanismo de estos últimos es similar al de los *side pockets*, pero su implementación es más ágil. Mediante esta herramienta, como se ha indicado previamente, solo una parte del fondo está afectada por la suspensión. Según la regulación española, las sociedades gestoras deben activar esta medida cuando la proporción de activos cuya negociación se ha suspendido representa más del 5 % de la cartera de la institución; puede activarse también, a decisión de la gestora, por debajo de este límite. El fondo de

14 Véanse el [Monitor de la IFNB correspondiente al año 2020](#) y una [guía técnica sobre la gestión y el control de la liquidez](#).

mayor tamaño afectado por una suspensión parcial de reembolsos fue un fondo de fondos, con un patrimonio de 420 millones de euros, que tenía invertido un 7 % de sus activos en un fondo de inversión luxemburgués que suspendió reembolsos y dejó de calcular el valor de sus participaciones. En este caso, cualquier inversor que quisiera realizar un reembolso del fondo de fondos afectado recibiría un reembolso parcial equivalente al 93 % del precio de las participaciones reembolsadas. Cuando finalizara la suspensión del fondo subyacente, los inversores recibirían el reembolso pendiente en función de la valoración de este.

Este mismo mecanismo fue adoptado también por otros cuatro fondos de menor tamaño (con un patrimonio conjunto de 19 millones de euros). Uno de ellos era igualmente un fondo de fondos afectado por la suspensión de los reembolsos de uno de los fondos subyacentes, mientras que los demás tenían inversiones en activos de deuda *high yield*. Dos de ellos se vieron significativamente afectados por una elevada incertidumbre en la valoración de los activos, así como por disminuciones de liquidez en algunas inversiones. En estos casos, la importancia de estos bonos era inferior al 6 % del patrimonio del fondo.

La CNMV reforzó de forma significativa sus mecanismos de coordinación con las sociedades gestoras durante la pandemia, incentivando a estas instituciones a utilizar, en caso de ser adecuado, las herramientas de gestión de la liquidez disponibles. En particular, se recomendó especialmente el uso de los mecanismos que evitaran que el aumento de los reembolsos fuera perjudicial para los partícipes que permanecían en el fondo (denominados también «antidilutivos»). Uno de los mecanismos más recomendados fue el de la valoración de los activos en función de los precios *bid*, con el fin de asegurar que el precio que se pagara a los inversores que reembolsaban estuviera en línea con el precio que el fondo obtendría con la venta de los activos. Otro de los mecanismos ampliamente recomendados fueron los esquemas de *swing pricing*, que también contribuían a repercutir parte de los costes de transacción a los inversores que reembolsan.

En 2021, superados los peores momentos para los mercados financieros en el contexto de la pandemia, el uso de herramientas de gestión de la liquidez de los fondos en España fue muy inferior al observado durante el año previo. En cambio, en 2022, el inicio de la guerra en Ucrania y el comienzo de nuevas turbulencias en los mercados intensificaron nuevamente la comunicación entre la CNMV y las sociedades gestoras, especialmente con aquellas potencialmente más afectadas por las consecuencias del conflicto. Durante el primer trimestre del año, coincidiendo con el estallido de la guerra, y la consiguiente suspensión de la contratación de los activos ligados a ambos países, cinco instituciones activaron el mecanismo de reembolsos parciales. En ellas, la exposición a los valores suspendidos oscilaba entre un mínimo del 4,2 % y un máximo del 16,3 %. Por la parte no afectada por las suspensiones, estas instituciones continuaron atendiendo los reembolsos con normalidad.

Puede observarse que la aplicación de estas herramientas durante los diferentes períodos de crisis ha tenido un enfoque estrictamente microprudencial, y no se ha determinado la necesidad de adoptar o iniciar ningún tipo de herramienta por motivos macroprudenciales, es decir, por percibir riesgos sobre la estabilidad del sistema financiero.

4 Ámbito europeo e iniciativas a escala internacional

4.1 Disponibilidad de herramientas a escala europea y uso reciente

La descripción de las herramientas disponibles en Europa en el ámbito de los fondos de inversión aconseja distinguir las IIC armonizadas (conocidas como UCITS) de las instituciones de carácter alternativo. El uso de estas herramientas no está regulado todavía a escala europea, aunque existe actualmente una propuesta de revisión de las directivas UCITS y AIFMD de gestores de fondos de inversión alternativos (FIA) que establecerá la obligación de que las gestoras estén preparadas para desplegar algunas de estas herramientas en caso de ser necesario.

Hasta la fecha, son las autoridades nacionales europeas las que determinan el marco de aplicación de estas herramientas. Como se observa en los cuadros 2 y 3, que presentan la disponibilidad de herramientas para un total de siete Estados miembros de la Unión Europea, esta es bastante heterogénea entre dichos Estados, siendo las suspensiones de los reembolsos y la posibilidad de establecer comisiones sobre los reembolsos las únicas disponibles en todos los países contemplados y para ambos tipos de fondos. Otras herramientas, como los esquemas de *swing pricing* o los reembolsos en especie, también están ampliamente disponibles (aunque no en todos los países). Finalmente, hay herramientas cuya disponibilidad no está generalizada, si bien esta es mayor en el caso de los fondos alternativos. Este sería el caso de las *gates*. España se encuentra, después de Irlanda, Países Bajos y Luxemburgo, entre los países europeos con mayor número de herramientas disponibles. Además, se han incorporado recientemente nuevas herramientas que pueden ser activadas en situaciones de crisis por parte de la CNMV, que se convierte así en uno de los reguladores que cuenta con más poderes en este sentido¹⁵.

El desarrollo de acontecimientos extraordinarios, como la pandemia o el inicio de la invasión rusa de Ucrania, ha dado lugar a un mayor uso de las herramientas por parte de los gestores. En el caso particular de la pandemia, en Europa los gestores de fondos emplearon herramientas similares en los momentos de mayores turbulencias en los mercados financieros, entre las que predominaron la suspensión de los reembolsos y los esquemas de *swing pricing* y de *gates*, si bien su uso fue muy heterogéneo entre jurisdicciones. En el caso de las UCITS, las suspensiones de los reembolsos afectaron, sobre todo, a fondos con exposiciones importantes a activos de deuda corporativa, con un patrimonio agregado de 22 mm de euros en marzo de 2020. Esta cifra descendió a 0,4 mm en junio del mismo año. En el caso de los FIA, las instituciones con suspensiones de los reembolsos acumulaban un patrimonio de 40 mm a final de junio de ese año, debido, sobre todo, a las suspensiones en los fondos inmobiliarios. En general, ni las suspensiones de las UCITS ni las de los FIA se originaron por la dificultad para atender el aumento

15 En el informe del FSB de valoración de la efectividad de las recomendaciones del FSB de 2017 sobre desajustes de liquidez en los fondos de inversión abiertos se menciona España como una de las pocas jurisdicciones en las que la autoridad (la CNMV) tiene poder para activar herramientas que van más allá de la suspensión de los reembolsos.

Cuadro 2

Herramientas disponibles para fondos sujetos a normativa UCITS

	España	Alemania	Francia	Italia	Irlanda	Luxemburgo	Países Bajos
Suspensión de los reembolsos	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<i>Gates</i>	✗	✓	✓	✗	✓	✓	✓
<i>Side pockets</i>	✓	✗	✓	✗	✗	✓	✓
Comisiones sobre los reembolsos	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Reembolsos en especie	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓
<i>Swing pricing</i>	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓
Coefficientes de liquidez obligatorios	✓	✗	✗	✗	✓	✓	✗
<i>Side letters</i>	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✓

FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Autoridad Europea de Valores y Mercados.

Cuadro 3

Herramientas disponibles para fondos sujetos a normativa AIFMD (FIA)

	España	Alemania	Francia (a)	Italia (a)	Irlanda	Luxemburgo	Países Bajos
Suspensión de los reembolsos	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<i>Gates</i>	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<i>Side pockets</i>	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓
Comisiones sobre los reembolsos	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Reembolsos en especie	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓
<i>Swing pricing</i>	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓
Coefficientes de liquidez obligatorios	✓	✓	✗	✗	✓	✗	✗
<i>Side letters</i>	✗	✓	✗	✗	✓	✓	✓

FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Autoridad Europea de Valores y Mercados.

a Hay ciertas especificidades en la disponibilidad de estas herramientas dependiendo del tipo de FIA. *Gates* y *side pockets* disponibles para FIA abiertos reservados a inversores profesionales.

de los reembolsos, sino por los problemas de valoración de algunos activos; en particular, de los activos de deuda corporativa, los derivados OTC y los activos del mercado inmobiliario.

4.2 Iniciativas recientes del Consejo de Estabilidad Financiera y la Organización Internacional de Comisiones de Valores

En un contexto en el que la existencia y la idoneidad de procesos de gestión del riesgo de liquidez en el ámbito de los fondos de inversión cobraban cada vez más relevancia, el FSB publicó en 2017 un conjunto de recomendaciones (FSB, 2017) dirigidas a mitigar posibles riesgos para la estabilidad financiera emanados de cuatro vulnerabilidades en el ámbito de la gestión de inversiones: el desajuste de liquidez en los fondos abiertos, el riesgo de apalancamiento en los fondos de inversión, el riesgo operativo derivado de la actividad

de gestión, especialmente en situaciones de estrés, y, por último, los riesgos derivados de la actividad de préstamo de valores por parte de los gestores y de los fondos de inversión.

El mayor número de recomendaciones van encaminadas al primer objetivo, es decir, a mitigar el riesgo de desajuste de liquidez. En este sentido, se recomienda fortalecer el reporte regulatorio y la información pública de los fondos de inversión abiertos con el fin de facilitar la valoración del riesgo de liquidez de estas instituciones. Asimismo, se promueven buenas prácticas de gestión de la liquidez, tanto en la fase inicial del diseño del producto como en el día a día del funcionamiento de los fondos. Estas buenas prácticas incluyen el uso de herramientas de gestión de la liquidez, tanto en situaciones normales como en situaciones de estrés en el mercado. Finalmente, se promueven las pruebas de resistencia a nivel de fondo y de sistema. De forma complementaria, y con el objetivo de poner en práctica parte de estas recomendaciones, en 2018 IOSCO publicó las recomendaciones sobre gestión del riesgo de liquidez en las IIC [International Organization of Securities Commissions (IOSCO, 2018a)]. Pues bien, a lo largo de 2022 se llevaron a cabo sendos ejercicios para evaluar el grado de cumplimiento de ambos grupos de recomendaciones.

Primero se conocieron los resultados del trabajo de revisión de las recomendaciones de IOSCO¹⁶, que se centró en evaluar el grado de implementación de estas en los marcos regulatorios de 14 jurisdicciones participantes, que concentran el 92 % de los activos globales bajo gestión. De las 17 recomendaciones de IOSCO, se escogieron 10 para realizar la valoración: 5 (R.1, R.2, R.3, R.4 y R.7) referidas a la fase inicial de diseño del fondo; 3 (R.10, R.12 y R.14), a la gestión de la liquidez en el día a día, y 2 (R.16 y R.17), a los planes de contingencia y la disponibilidad de herramientas de gestión de liquidez. Como se observa en el cuadro 4, de las 14 jurisdicciones participantes, 7 (entre ellas España) obtuvieron una calificación de cumplimiento total (*fully compliant*) en las 10 recomendaciones evaluadas, incluida aquella que hace referencia a la disponibilidad de herramientas.

En el caso del FSB, a lo largo de 2022 se llevó a cabo, por parte de un grupo de trabajo conjunto integrado por miembros del Comité de Cooperación en materia de Supervisión y Regulación del FSB y del Comité 5 de IOSCO sobre gestión de inversiones, una evaluación del grado de efectividad de las recomendaciones del FSB. Fueron evaluadas 16 jurisdicciones¹⁷. España fue una de ellas. Asimismo, la CNMV participó en el grupo de trabajo evaluador. Las recomendaciones¹⁸ evaluadas se agruparon, según la finalidad perseguida, en cuatro grupos:

- i) las encaminadas a reducir el riesgo estructural de desajuste de liquidez en las IIC abiertas;
- ii) las que impulsaban el uso de herramientas de gestión del riesgo de liquidez;
- iii) las que pretendían reforzar el envío periódico de datos a los reguladores para realizar un correcto seguimiento del riesgo de liquidez de las IIC, y

¹⁶ IOSCO (2022).

¹⁷ Alemania, Australia, Brasil, Canadá, China, España, Francia, Hong Kong, India, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos.

¹⁸ FSB (2022b).

Cuadro 4

Resultados de la evaluación normativa por jurisdicciones de las recomendaciones de liquidez de IOSCO

	Fase de diseño					Gestión día a día			Planes de contingencia	
	R.1	R.2	R.3	R.4	R.7	R.10	R.12	R.14	R.16	R.17
Australia	Verde	Verde	Naranja	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde
Brasil	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Naranja	Verde
Canadá	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde
China	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde
Francia	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde
Alemania	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde
India	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde
Irlanda	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde
Japón	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde
Luxemburgo	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde
España	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde
Suiza	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Naranja	Naranja	Naranja	Verde	Verde
Reino Unido	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde
Estados Unidos	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde	Verde

FUENTE: Organización Internacional de Comisiones de Valores.

NOTA: Verde: completamente consistente; amarillo: consistente en términos generales; naranja: parcialmente consistente; rojo: no consistente.

- iv) las orientadas a extender las pruebas de resistencia tanto a nivel individual de IIC como a nivel macro, teniendo en cuenta las interrelaciones de las IIC con el resto de las entidades del sistema financiero.

El trabajo de evaluación reflejó que, a pesar de haberse hecho avances en las jurisdicciones analizadas desde la publicación de las recomendaciones del FSB en 2017, todavía persisten ciertas vulnerabilidades que deben ser abordadas reforzando algunas de las recomendaciones. España cumple ya en gran medida con las recomendaciones del FSB, incluso con aquellos aspectos que se pretenden reforzar.

El informe final del FSB propone mejoras en las cuatro áreas analizadas:

- 1 *Desajuste de liquidez.* Con el objetivo de reducir este desajuste, se plantea adoptar un enfoque de *bucketing*, que parte de clasificar los fondos de inversión abiertos en tres categorías (o *buckets*) en función del perfil de liquidez de su cartera. Las condiciones de reembolsos (frecuencia, aplicación de preavisos y plazos largos de liquidación) fijadas para cada grupo deben estar alineadas con el grado de liquidez de los activos de cada categoría. Así, para los fondos que invierten principalmente en activos líquidos, la frecuencia de reembolsos diaria se considera adecuada. Para aquellos fondos que invierten un porcentaje significativo en activos ilíquidos, la frecuencia de reembolsos diaria no se considera adecuada, a no ser que se establezcan períodos largos de preavisos o de liquidación en los reembolsos. Por último, para la tercera categoría, constituida por fondos que invierten principalmente

en activos menos líquidos, la frecuencia de reembolsos diaria solamente será adecuada si se aplican medidas antidilutivas o, alternatively, si se establecen períodos de preavisos o liquidación.

- 2 *Herramientas de gestión de liquidez.* Se propone que las autoridades supervisoras impulsen su uso dentro de su jurisdicción, especialmente de aquellas con efecto antidilutivo, orientadas a imponer el coste de transacción derivado de las suscripciones y los reembolsos a los inversores que los originan. El *swing pricing* es una de las medidas más conocidas. Se considera apropiado que los reguladores emitan directrices con criterios claros para una aplicación adecuada y consistente de este tipo de herramientas.
- 3 *Disponibilidad de datos sobre fondos de inversión.* Se propone mejorar los datos disponibles sobre desajuste de liquidez y el uso de herramientas de gestión de la liquidez, así como reforzar la información proporcionada a los inversores sobre los efectos de la aplicación de las herramientas.
- 4 *Pruebas de resistencia.* Se propone fomentar la realización de este tipo de ejercicios y el intercambio de información entre jurisdicciones sobre su diseño y uso.

Con el objetivo de revisar las recomendaciones del FSB en línea con las mejoras propuestas, se constituyó un nuevo grupo de trabajo conjunto FSB/IOSCO. Los trabajos de revisión se llevaron a cabo de forma paralela al desarrollo de unas directrices por parte de IOSCO sobre el uso de herramientas antidilutivas¹⁹. También se está trabajando en identificar aquellos datos que deben ser incluidos en el reporte de información al supervisor con el fin de monitorizar el riesgo de liquidez en los fondos de inversión.

Como se ha comentado anteriormente, España cumple ya en gran medida con las recomendaciones del FSB, incluso con aquellos aspectos que se pretenden reforzar. En este sentido, desde hace años la CNMV recibe mensualmente datos sobre las carteras de los fondos. Estos le permiten realizar un continuo seguimiento de los riesgos de liquidez asumidos por los fondos de inversión. Además, y por lo que se refiere a las políticas y herramientas de gestión de la liquidez, la recientemente publicada Guía Técnica 1/2022 sobre la gestión y control de la liquidez de las IIC (véase recuadro 1) concreta y desarrolla los principios establecidos en la Circular 6/2009, de control interno de las sociedades gestoras de IIC.

Con independencia de las pruebas individuales de resistencia que deben llevar a cabo los gestores de los fondos, en cumplimiento de las directrices de la ESMA²⁰ y de la mencionada guía de la CNMV de gestión de liquidez, la CNMV lleva a cabo con periodicidad semestral pruebas macro de resistencia. Estos ejercicios se realizan aplicando una metodología iniciada

19 Sendos documentos fueron puestos a consulta desde el 5 de julio hasta el 4 de septiembre de 2023.

20 European Securities and Markets Authority (ESMA, 2019a).

por la ESMA (marco STRESI) (ESMA, 2019b) y posteriormente ampliada por la CNMV (Ojea Ferreiro, 2020) con el objetivo de valorar el grado de resistencia de los fondos de inversión ante aumentos teóricos e importantes de los reembolsos. Se trata de una herramienta preventiva que ayuda a identificar *ex ante* fondos que podrían mostrar en el futuro una cierta vulnerabilidad.

5 Conclusiones

Los fondos de inversión abiertos están acaparando un interés creciente a escala internacional desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Hasta fechas recientes, las autoridades supervisoras nacionales habían regulado su actividad con el objetivo de proteger a los inversores y evitar conflictos de interés, es decir, bajo una perspectiva principalmente individual o microeconómica y de protección del inversor.

No obstante, su creciente peso en el sistema financiero y los potenciales riesgos derivados del desajuste de liquidez, del apalancamiento o de interconexiones con el resto del sistema financiero han propiciado análisis, debate y propuestas de política encaminados a mitigar posibles riesgos para el sistema financiero en su conjunto, es decir, desde una perspectiva macroprudencial.

En el caso español, a pesar de su desarrollo, el peso de los fondos de inversión respecto al total del sistema financiero es menor que en el conjunto de las principales economías mundiales. En consecuencia, el potencial de los fondos de inversión españoles para afectar y desestabilizar el sistema es, por tanto, más limitado. Además, un porcentaje muy elevado de los fondos de inversión abiertos en España están altamente regulados, sujetos a la normativa UCITS, lo que limita de forma estructural el riesgo asumible por estas instituciones.

De este modo, en España los fondos de inversión cuentan ya con un número elevado de herramientas que contribuyen a medir, monitorizar y mitigar los posibles riesgos de los fondos de inversión a nivel individual, lo que, de forma agregada, beneficia también a la estabilidad financiera. Por otra parte, la CNMV, como supervisor, dispone también de herramientas para activar medidas adicionales. Asimismo, cabe seguir de cerca el debate internacional. Aunque España está ya en gran medida alineada con las recomendaciones y directrices propuestas, existe una voluntad proactiva y constante para trasladar al marco normativo español todos aquellos posibles cambios o mejoras que resulten necesarios a la luz de los textos finales consensuados en el ámbito internacional.

Por último, precisamente en relación con el marco normativo existente, cabe destacar que, a pesar de que actualmente los fondos de inversión no representan un riesgo importante sobre la estabilidad financiera y que España dispone de un número elevado de herramientas, el diseño de la política macroprudencial en el ámbito no bancario se encuentra en sus primeros pasos y carece, por el momento, de un paraguas integrador de todos los elementos que

deben conformar dicha política; elementos que pasan por un diseño adecuado de procesos de evaluación de riesgos que tome en consideración las interrelaciones con el sistema financiero de forma global, de valoración de la eficacia y la eficiencia de las herramientas destinadas a los objetivos que se quieren perseguir y de modelos de coordinación internos y de toma de decisiones, que son especialmente importantes en momentos de riesgo elevado.

BIBLIOGRAFÍA

- Central Bank of Ireland. (2023). "An approach to macroprudential policy for investment funds". Discussion Papers, 11. <https://www.centralbank.ie/publication/discussion-papers/discussion-paper-11-an-approach-to-macroprudential-policy-for-investment-funds>
- Comisión Europea. (2021). *Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 2011/61/UE y 2009/65/CE en lo que respecta a los acuerdos de delegación, la gestión del riesgo de liquidez, la presentación de información a efectos de supervisión, la prestación de servicios de depositario y custodia y la originación de préstamos por fondos de inversión alternativos*. https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9025e7c1-4de7-11ec-91ac-01aa75ed71a1.0003.02/DOC_1&format=PDF
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2019). *La participación de la CNMV en la política macroprudencial*. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/CNMV_politica_macroprudencial.pdf
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2022a). *Guía Técnica 1/2022 sobre la gestión y control de la liquidez de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)*. <https://www.cnmv.es/portal/Legislacion/Guias-Tecnicas.aspx>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2022b). *Intermediación financiera no bancaria en España. Ejercicio 2021*. IFNB_2021_2.pdf (cnmv.es)
- European Securities and Markets Authority. (2019a). *Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs*. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-897_guidelines_on_liquidity_stress_testing_in_ucits_and_aifs_en.pdf
- European Securities and Markets Authority. (2019b). *Stress simulation for investment funds*. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2458_stresi_report.pdf
- Financial Stability Board. (2017). *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Policy-Recommendations-on-Asset-Management-Structural-Vulnerabilities.pdf>
- Financial Stability Board. (2022a). *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P201222.pdf>
- Financial Stability Board. (2022b). *Assessment of the Effectiveness of the FSB's 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds*. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P141222.pdf>
- Financial Stability Board. (2023). *Addressing Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds – Revisions to the FSB's 2017 Policy Recommendations. Consultation report*. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050723.pdf>
- International Organization of Securities Commissions. (2018a). *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD590.pdf>
- International Organization of Securities Commissions. (2018b). *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management - Good Practices and Issues for Consideration*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD591.pdf>
- International Organization of Securities Commissions. (2022). *Thematic Review on Liquidity Risk Management Recommendations. Final Report*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD721.pdf>
- International Organization of Securities Commissions. (2023). *Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes. Consultation Report*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD739.pdf>
- Ojea Ferreiro, Javier. (2020). "Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión". *Boletín Trimestral de la CNMV*, II-2020. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_II_2020_ES.pdf

Cómo citar este documento

Cambón, María Isabel, y Gema Pedrón. (2023). "Herramientas macroprudenciales en el ámbito de los fondos de inversión abiertos". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 45, otoño. <https://doi.org/10.53479/34855>