

COMENTARIOS DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA CNMV SOBRE LA CONSULTA DE LA COMISIÓN EUROPEA DE POLÍTICAS MACROPRUDENCIALES PARA LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA (IFNB)

I. INTRODUCCIÓN: REFLEXIONES GENERALES

El Comité Consultivo de la CNMV (en adelante, “Comité Consultivo”) agradece la posibilidad de realizar observaciones y comentarios a la consulta de la Comisión Europea sobre la adecuación de políticas macroprudenciales para el sector de la Intermediación Financiera No Bancaria (en adelante, “IFNB”) (en adelante, “Consulta”)¹.

En este primer apartado, se abordan las **principales reflexiones sobre el enfoque macroprudencial para los IFNB planteado en la Consulta y que son el punto de partida de las contestaciones a las cuestiones concretas que plantea la Consulta** y que se recogen en el apartado II a continuación.

A) Evitar la réplica del enfoque macroprudencial del sector bancario a las Gestoras de activos

- Las Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, “SGIIC” e “IIC”), a diferencia de los bancos, siguen un modelo de agencia, y no asumen riesgos como actor principal, esto es, no operan con sus propios activos, sino que administran el dinero de los inversores según mandatos específicos. Esto implica que son los inversores los que soportan los riesgos económicos asociados a los activos subyacentes y son concedores de dichos riesgos debido a las obligaciones de información que establece la normativa (tanto pre como postcontractual). Los cambios en el valor de mercado de los activos subyacentes se reflejan en el valor liquidativo del Fondo, existiendo una obligación fiduciaria de las Gestoras de invertir el patrimonio en interés de los partícipes y de gestionar la liquidez.

Adicionalmente, los activos de los inversores no están en el balance de la SGIIC, están depositados en una entidad depositaria sujeta a requisitos y respecto de la que existe una normativa que protege esos activos en caso de concurso del depositario (separación de los activos y efectivo pertenecientes al Fondo respecto del resto de activos en caso de concurso de acreedores).

En España, el sector de los Fondos de Pensiones (en adelante, “FP”), al no contar tampoco con personalidad jurídica propia, también operan bajo la gestión de una

¹ European Commission targeted consultation assessing the adequacy of macroprudential policies for non-bank financial intermediation (NBFIs), 22 May 2024: https://finance.ec.europa.eu/document/download/ddd6c515-3796-4db3-b91d-88a1a64acf07_en?filename=2024-non-bank-financial-intermediation-consultation-document_en.pdf

Entidad Gestora (en adelante “EGFP”), con patrimonios separados que se encuentran depositados en una entidad depositaria.

Se trata, por tanto, de modelos distintos al modelo de los bancos, que sí operan por cuenta propia y tienen riesgos en balance.

- Otro aspecto diferencial respecto de los bancos es que éstos ocupan una posición central en el sistema financiero y su quiebra puede, por tanto, tener consecuencias de gran alcance, como lo reconoce el término "demasiado grande para quebrar" (*too big to fail*). Esta diferencia es clave, ya que el impacto de una potencial caída de una Gestora, ya sea de IIC o de FP, es relativamente menor para los mercados financieros, por cuanto que, salvo algunas posibles excepciones, ningún gestor de activos es lo suficientemente grande u ocupa una posición tan relevante, como para desestabilizar los mercados de valores.
- Adicionalmente, la separación de patrimonio existente entre Gestora y los Fondos que gestiona, permite una sustitución de la Gestora. Por poner un ejemplo real de la economía española, se cita la intervención de la Gestora de Banco Madrid, cuya sustitución por otra Gestora no afectó al resto del mercado o a la operativa de las IIC más allá de la suspensión temporal de suscripciones, reembolsos y traspasos aplicada por la CNMV, y confirmó la separación patrimonial, dado que el patrimonio de las IIC no quedó afecto al concurso de Banco Madrid².

En cuanto a las herramientas macroprudenciales propuestas para los bancos, como colchones de capital y liquidez (anticíclicos), son herramientas que no aportan valor añadido a las Gestoras de activos, tal y como se reconoce en el comunicado sobre el enfoque macroprudencial en la gestión de activos³ publicado en abril, en el que cuatro autoridades europeas (*FMA, AMF, CONSOB y CNMV*) respaldaban *la opinión que es muy improbable que tales requisitos regulatorios anticíclicos sean útiles para reducir los riesgos de estabilidad financiera. Esto es debido a que los gestores de activos toman decisiones en nombre de los inversores. En consecuencia, la idea de inducir a que los gestores de activos actúen de forma anticíclica –en la práctica, en contra de las preferencias de sus inversores– no puede ser una solución adecuada. [...]. Dos argumentos adicionales destacan en contra de las medidas macroprudenciales: (i) las decisiones sobre gestión de activos deben de ser adoptadas por los propios gestores de activos, no por las autoridades públicas, por el riesgo de proporcionar incentivos equivocados; y (ii) la intervención directa por parte de una autoridad pública sobre un subconjunto de fondos de inversión probablemente sería interpretada como una preocupación generalizada, lo cual podría provocar pánico entre los inversores.*

- Por su parte, EIOPA en su asesoramiento técnico sobre la revisión de IORP II vuelve a descartar la inclusión de requisitos de solvencia en el ámbito de los IORP (Fondos de Pensiones de Empleo) centrándose en una mayor armonización de la

² Véanse hechos relevantes de Banco Madrid Gestión de Activos, S.A., S.G.I.I.C. de fecha 27 de abril de 2015: <https://cnmv.es/portal/consultas/datosentidad.aspx?nif=A-80466006> y de fecha 20 de febrero de 2017:

<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=YHqOCJXlZH%2f952bMckjvnroj5caDaczWitwUsYwRmRQSRh0dt1K2vXNhAR3mLSV>

³ Comunicado de las autoridades nacionales competentes de Austria (FMA), Italia (CONSOB), España (CNMV) y Francia (AMF): [Un enfoque macroprudencial en la gestión de activos](#)

evaluación interna de riesgos. A este respecto, se enfoca en el riesgo de liquidez relacionado con las aportaciones de márgenes en la operativa con derivados y la necesidad de los IORP de gestionar adecuadamente este riesgo⁴.

- En el caso de las SGIIC, es posible eliminar las vulnerabilidades que ciertos sectores pueden enfrentar sin tener que recurrir a los citados colchones. Por ejemplo, es posible eliminar la supuesta *first mover advantage* en el sector de las IIC, asegurando que los Fondos de Inversión cobren a los inversores que reembolsan sus participaciones los costes de transacción asumidos por el Fondo (e.g. por aplicación del *swing pricing*). Del mismo modo, sería posible reducir la prociclicidad de los *margin calls* en el caso tanto de IIC, como de FP, permitiendo a los participantes del mercado cumplir con esta demanda de liquidez permitiendo presentar como otro tipo de activos como colateral (e.g., bonos soberanos o participaciones en fondos del mercado monetario (en adelante, “FMM”)) y no sólo efectivo.

Por todo lo anterior, **tratar al sector de gestión de activos de la misma manera que a los bancos crearía un "unlevel playing field", afectando la competitividad de los mercados financieros europeos**, lo que iría precisamente en contra de los recientes informes de expertos independientes⁵ y de las recomendaciones de la propia Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante, “ESMA”)⁶, que señalan la necesidad de reducir la excesiva dependencia de la financiación bancaria y reforzar la financiación a través de los mercados de capitales.

En este mismo sentido, para asegurar un entorno normativo que promueva la canalización eficiente de recursos en la eurozona y el mayor desarrollo de los mercados de valores en el futuro, cualquier cambio regulatorio o de supervisión debería tener en cuenta las particularidades del ecosistema de financiación alternativa español, evitando extrapolar normas aplicadas a otras entidades que se alejen de él y que resulten en un obstáculo para su oportuna expansión, alejándonos de mercados como el Estadounidense o el del Reino Unido.

⁴ [Asesoramiento técnico de EIOPA sobre la revisión de IORP II](#) de 28 de septiembre de 2023.

⁵ Véase **Letta, E.** (2024). Much more than a market: speed, security, solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens. <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>; **Draghi, M.** (2024). The future of European competitiveness. https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness%20_%20A%20competitiveness%20strategy%20for%20Europe.pdf; **Noyer, C.** (2024). Developing European capital markets to finance the future: Proposals for a Savings and Investments Union. <https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2024/05/EN-Report-Developing-European-capital-markets.pdf>

⁶ Position Paper ESMA. (2024). “Building more effective and attractive capital markets in the EU”: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA24-450544452-2130 Position paper Building more effective and attractive capital markets in the EU.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA24-450544452-2130%20Position%20paper%20Building%20more%20effective%20and%20attractive%20capital%20markets%20in%20the%20EU.pdf)

B) Reconsiderar la necesidad de nuevas herramientas macroprudenciales atendiendo a los datos sobre vulnerabilidades detectadas en la gestión de activos y las herramientas de supervisión macroprudencial ya existentes en la normativa

1. Riesgo de apalancamiento excesivo

El apalancamiento no está distribuido de manera uniforme en los mercados de valores. Por ilustrar con datos esta afirmación, según el Consejo de Estabilidad Financiera (en adelante, “FSB”), aunque los Fondos de Pensiones, las IIC y las compañías de seguros representan una gran parte de los activos financieros (dos tercios del total de activos de los IFNB), el 90% del apalancamiento en balance se concentra en un pequeño porcentaje de los denominados otros intermediarios financieros (en adelante, “OFIs”)^{7,8}.

La mayoría de los Fondos, tanto de Inversión como de Pensiones, siguen estrategias de inversión simples, con un uso muy limitado del apalancamiento, lo que reduce la probabilidad de generar inestabilidad financiera. Solo un pequeño porcentaje de IIC se dedica a estrategias alternativas que podrían ser más arriesgadas. A este respecto recordar que en el caso de los UCITS el apalancamiento está limitado (artículo 51.3 de la Directiva UCITS⁹) y en el caso de los Fondos de Inversión alternativa (en adelante, “FIAs”), el gestor tiene que establecer su límite de apalancamiento en el folleto y ajustarse a éste. Asimismo, el artículo 25 de la DGFIA¹⁰ establece la posibilidad que las Autoridades Nacionales Competentes (en adelante, “ANCs”) puedan limitar en determinados supuestos el apalancamiento de uno o varios FIAs. También, en relación con los Fondos de Pensiones, existen límites al apalancamiento (artículos 71 y ss. del Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, en adelante “RPPF”).

A nivel nacional, según el informe anual de 2023 de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (en adelante “AMCESFI”), el análisis de las IIC a cierre de ejercicio pone de manifiesto que el apalancamiento de los Fondos de Inversión españoles estaba muy por debajo del máximo permitido¹¹. En el informe

⁷ *broker-dealers, hedge funds*, compañías financieras, sociedades de cartera y vehículos de titulización.

⁸ FSB, [The financial Stability implications of Leverage in Non-Bank financial Intermediation](#), September 2023.

⁹ Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

¹⁰ Artículo 25 de la 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 (en adelante “**DGFIA**”): Las autoridades competentes evaluarán los riesgos que pueda entrañar el recurso al apalancamiento por parte de un GFIA con respecto a los FIA que gestiona, y siempre que se considere necesario para la estabilidad e integridad del sistema financiero, las autoridades competentes del Estado miembro de origen del GFIA, previa notificación a la AEVM, a la JERS y, en su caso, a las autoridades competentes del FIA pertinente, fijarán límites al nivel de apalancamiento a que esté autorizado a recurrir un GFIA u otras restricciones en materia de gestión al FIA respecto de los FIA que gestione a fin de limitar la incidencia del apalancamiento en la generación de un riesgo sistémico en el sistema financiero o de riesgos de perturbación de los mercados.

¹¹ AMCESFI, Informe anual 2023 (págs. 39 y 40):

https://www.amcesfi.es/f/webwam/RCL/Publicaciones/archivos/AMCESFI_Informe_Anual_2023.pdf

de 2022 del IFNB publicado por CNMV¹², se indica que incluso por lo que respecta a las IIC de inversión libre, el nivel de apalancamiento es moderado, superando el 100% de apalancamiento tan solo 4 IIC de inversión libre puras de 105 IIC de las inversión libre registradas^{13,14}.

A nivel europeo, de acuerdo con el informe “*Open-ended funds and resilient capital markets*”, elaborado por EFAMA¹⁵, también se evidencia que el apalancamiento en el sector de Fondos de Inversión europeos sigue siendo bajo y a menudo se utiliza por razones distintas a obtener una exposición adicional a un mercado subyacente, incluyendo la gestión eficiente de carteras y la gestión de riesgos. En este sentido, parece muy razonable el enfoque de ESMA para monitorizar el apalancamiento en el sector de Fondos¹⁶ y su metodología podría aplicarse a otros participantes del mercado que operan con estrategias apalancadas.

En conclusión, **el recurso al apalancamiento es reducido en los Fondos de Inversión europeos, básicamente localizado en el ámbito de los FIAs, para los que los supervisores tienen información y las herramientas macroprudenciales suficientes y necesarias para su control.**

2. Riesgo de liquidez

La gestión de liquidez es otro punto clave para garantizar la estabilidad en los mercados financieros. La normativa europea y española, en este sentido, ya contempla numerosas medidas que refuerzan la estabilidad, máxime tras la incorporación, con la reciente modificación de DGFIA y UCITS, de la obligación de incorporar dos herramientas de gestión de la liquidez de las IIC. Asimismo, es preciso tener en cuenta que:

- En el área de Fondos de Inversión, las Directivas de UCITS y FIA exigen a las Gestoras tener unos procedimientos de gestión de riesgos en los que se identifique y controle el riesgo de liquidez asociado con cada posición (artículo 51.1 Directiva UCITS y artículo 16 DGFIA y artículo 48 del Reglamento Delegado 231/2013¹⁷).

Las Directrices de ESMA sobre las pruebas de resistencia de liquidez en los UCITS y los FIA de 16 de julio de 2020 requieren la realización de estas pruebas y que las mismas tengan en cuenta no sólo los reembolsos, sino

¹² Informe de CNMV. “Intermediación financiera no bancaria en España”. Ejercicio 2022: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Monitor_IFNB_2022.pdf

¹³ El RIIC establece un límite al endeudamiento de las IIC de inversión libre (artículo 73 RIIC).

¹⁴ Incluye IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre.

¹⁵ EFAMA, 5 de julio 2023 “*Open-ended funds and resilient capital markets - the perspective of the European asset management industry*”: <https://www.efama.org/sites/default/files/files/Open-ended%20funds%20and%20resilient%20capital%20markets.pdf>

¹⁶ Directrices de ESMA sobre el Artículo 25 de la Directiva 2011/61/UE, 23/06/2021: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-701_guidelines_on_article_25_aifmd_es.pdf

¹⁷ Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión.

también las posibles peticiones de márgenes que tenga que enfrentar el Fondo.

En el caso de IIC, la normativa española anticipó la inclusión de ciertas herramientas de liquidez en la normativa con carácter previo a la citada revisión de las Directivas europeas y la CNMV ha publicado una Guía de gestión de liquidez (Guía técnica 1/2022 de CNMV sobre la gestión y control de la liquidez de las IIC) que unifica en un único documento todos los criterios supervisores relevantes relacionados con la gestión y control de la liquidez de las IIC. Como se desarrolla en el apartado siguiente, también existen herramientas macroprudenciales a disposición del supervisor en relación con la liquidez.

- En el caso de los Fondos de Pensiones, además cuentan con una función eficaz de gestión de riesgos, incluyendo la gestión del riesgo de liquidez, si bien la propia Directiva IORP II señala en su considerando (48) que se trata de vehículos con bajo riesgo de falta de liquidez, dado el carácter de inversores a muy largo plazo. Asimismo, deben realizar una evaluación interna de riesgos (en adelante, “ORA”), en la que se incluye una evaluación de la eficacia del sistema de gestión de riesgos.

Adicionalmente, EIOPA en la Consulta sobre su posible Opinión sobre supervisión de gestión del riesgo de los IORPs identifica en el caso de los fondos de pensiones de empleo tres fuentes de posible riesgo de liquidez material a) *margin calls* en derivados, b) reembolsos anticipados de los derechos consolidados por parte de los partícipes, y c) transferencias individuales o colectivas de los derechos consolidados, indicando que los riesgos derivados de las letras b) y c) son residuales¹⁸.

En todo caso, en España, la normativa de Fondos de Pensiones impone un coeficiente de liquidez que determina cada Fondo de Pensiones en atención a las necesidades y características de los planes de pensiones adscritos (artículo 73 RFPF), así como requisitos de liquidez en el caso de invertir en productos estructurados (artículo 81 ter.2 b) RFPF).

Adicionalmente, desde un punto de vista histórico, según el informe de intermediación financiera no bancaria en España elaborado por CNMV, del impacto de la crisis derivada del confinamiento provocado por el COVID en marzo de 2020 (una crisis provocada por un acontecimiento externo al propio mercado), en los Fondos de Inversión españoles se destaca:

- *En 2020 el uso de herramientas de gestión de la liquidez de los fondos en España fue superior al habitual como consecuencia de la crisis del COVID-19, que dio lugar a un aumento significativo de los reembolsos en marzo, como se ha indicado con anterioridad. Ningún fondo español tuvo que activar ninguna medida extraordinaria de liquidez como las suspensiones de los reembolsos o los side pockets. Tan solo cinco fondos tuvieron que realizar reembolsos parciales. Por otra parte, durante la crisis*

¹⁸ [Opinion on the supervision of the management of operational risks faced by IORPs \(EIOPA-BoS-19-247\)](#)

la CNMV reforzó sus mecanismos de coordinación con las sociedades gestoras incentivando a estas instituciones a utilizar, en caso de ser adecuado, las herramientas disponibles de gestión de la liquidez. En particular, la CNMV recomendó la valoración de los activos en función de los precios bid y los esquemas de swing pricing¹⁹.

- *Los fondos de inversión se vieron afectados de forma significativa por la crisis del COVID-19 en marzo de 2020, que ocasionó tanto un descenso del valor de los activos de estas instituciones como un aumento de los reembolsos netos. En los meses posteriores se vivió una nueva etapa expansiva que dejó el balance anual prácticamente invariable²⁰.*

En el caso de la invasión de Ucrania, tampoco hubo incidentes relevantes para los Fondos de Inversión españoles (la exposición era reducida) como se deriva del informe de CNMV sobre intermediación financiera no bancaria del ejercicio 2021²¹.

En virtud de todo lo anterior, **no se considera necesario imponer nuevas exigencias normativas en este campo.**

3. Supervisión Macroprudencial en España: AMCESFI y herramientas macroprudenciales en materia de liquidez y apalancamiento recogidas en la normativa española

El mercado español cuenta con una autoridad responsable en materia de supervisión macroprudencial, la AMCESFI creada por el Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales, que tiene como objetivo coadyuvar a la estabilidad del sistema financiero en su conjunto mediante la identificación, prevención y mitigación de aquellas circunstancias o acciones que pudieran originar un riesgo sistémico. A tal efecto, la AMCESFI realiza el seguimiento y análisis de los factores que puedan afectar al riesgo sistémico y podrá emitir opiniones, alertas y recomendaciones

La AMCESFI ha demostrado ser un pilar fundamental en la protección de la estabilidad del sistema financiero español, y es de esperar que, mediante la adecuada combinación de herramientas macroprudenciales, pueda continuar mitigando los riesgos sistémicos sin perjudicar la dinámica y eficiencia del mercado.

¹⁹ Intermediación financiera no bancaria en España Ejercicio 2020. Página 10

²⁰ Intermediación financiera no bancaria en España Ejercicio 2020. Página 28

²¹ Informe de CNMV sobre Intermediación financiera no bancaria en España. Ejercicio 2021, (página 31): https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IFNB_2021_2.pdf

Por último, destacar que en el último informe de la AMCESFI (correspondiente al ejercicio 2023)²² se realiza una valoración positiva del nivel de apalancamiento y de la liquidez de los Fondos de Inversión españoles:

“La estimación del apalancamiento de los fondos de inversión de la FE1²³ revela que la exposición al riesgo de mercado de estas instituciones continúa por debajo de los máximos permitidos por la legislación. Se evalúa el apalancamiento de las entidades mediante el uso de derivados (apalancamiento indirecto), pues el endeudamiento financiero (apalancamiento directo) está muy restringido por la regulación. De esta forma, el análisis de las IIC pertenecientes a la IFNB muestra que la exposición bruta al riesgo de mercado suponía a cierre de 2023 el 27,5% de su patrimonio, un porcentaje inferior al de 2022 (40%), mientras que la exposición neta alcanzaba únicamente el 10,8% del patrimonio. Esta última cifra pone de manifiesto que el apalancamiento de los fondos de inversión españoles estaba al final del año pasado por debajo del máximo permitido (100% del patrimonio).

Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión españoles continuaron siendo satisfactorias en 2023, con una ligera mejora en relación con el año anterior. La evaluación del riesgo de liquidez es particularmente importante en el caso de estos fondos, que en su mayoría permiten reembolsos con carácter diario. La ratio de activos líquidos de alta calidad (high quality liquid assets, HQLA), que tiene en cuenta, a la hora de determinar los activos líquidos de la cartera, tanto el tipo de activo como sus calificaciones crediticias, se situó en el 55,5% para el total de fondos pertenecientes a la IFNB (53,9% en 2022). Esta cifra era del 49,9% para los fondos mixtos, del 61,7% para los de renta fija y del 61,8% en el caso de los fondos monetarios. En términos individualizados, se observa que la mayor parte de los fondos de inversión tenía un nivel de activos líquidos de alta calidad que superaba el 40%, con tan solo un 15,9% de los fondos mixtos y un 6,2 % de los de renta fija (en términos patrimoniales) cuya ratio era inferior a este umbral”.

Asimismo, el Real Decreto de constitución de la AMCESFI²⁴ en su artículo 15 incluye herramientas de supervisión macroprudencial de la liquidez y apalancamiento de las IIC:

“Artículo 15. Herramientas macroprudenciales.

1. El Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y fondos de pensiones pueden adoptar, en los términos previstos en la correspondiente normativa sectorial, las siguientes herramientas macroprudenciales con el fin de prevenir riesgos sistémicos y procurar una contribución sostenible del sistema financiero al crecimiento económico:

[...]

f) La suspensión del reembolso de participaciones en instituciones de inversión colectiva, de acuerdo con lo previsto en el artículo 4.10 del Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, cuando, por el número o

²² Informe anual AMCESFI 2023. Páginas 39 y 40:

https://www.amcesfi.es/f/webwam/RCL/Publicaciones/archivos/AMCESFI_Informe_Anual_2023.pdf

²³ FE1 son los (FE1) vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos,

²⁴ Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales.

tamaño de las instituciones afectadas, pueda tener implicaciones desde el punto de vista de la estabilidad financiera o del ordenado funcionamiento del mercado de valores.

g) La adopción de medidas dirigidas a reforzar el nivel de liquidez de las carteras de instituciones de inversión colectiva reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, así como las de las entidades de inversión colectiva reguladas en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

h) La fijación de límites al nivel de apalancamiento de instituciones de inversión colectiva, de entidades de capital riesgo o de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, así como de otras restricciones en materia de gestión respecto de los vehículos gestionados, de conformidad con el artículo 71 septies de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y con el artículo 87 de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, cuando tales medidas se adopten para preservar la estabilidad e integridad del sistema financiero.

En todo caso, el uso de las herramientas macroprudenciales ha de considerarse como último recurso. La CNMV junto con las otras tres autoridades europeas, reconocen en el ya citado comunicado sobre el enfoque macroprudencial para la gestión de activos, que la intervención de las autoridades se debe realizar únicamente en los casos más extremos, y que, en su lugar, una combinación de requisitos ex ante sobre liquidez y apalancamiento y una amplia disponibilidad de herramientas de gestión de liquidez utilizadas por las Gestoras de activos en el mejor interés de los inversores, como se prevé en la reciente modificación de UCITS y DGFIA, parece el mejor camino a seguir, también a los efectos del mandato de estabilidad financiera.

Merece también una mención positiva la valoración de la AMCESFI sobre las infraestructuras financieras de contratación y postcontratación de valores domiciliadas en España. La entidad de contrapartida central (BME Clearing) y el depositario central de valores (Iberclear) son objeto de seguimiento y valoración por parte de esta autoridad. Así, en ese mismo informe, además de referir los resultados de la evaluación quinquenal del Fondo Monetario Internacional, que subrayaba las mejoras en el ámbito de las infraestructuras de mercado, hace expresa referencia a estas dos entidades:

“Además, en lo referido a las Entidades de Contrapartida Central (ECC), la CNMV realizó una revisión del marco de gestión de riesgos de concentración y de la metodología aplicada en los ejercicios de simulación de incumplimientos. También tuvo lugar la aprobación por parte de la CNMV del Plan de Recuperación de BME Clearing y la incorporación de productos ligados a criptoactivos dentro de sus actividades de compensación. Esta autorización fue el resultado del análisis realizado por la CNMV, en cooperación con la Autoridad europea de valores y mercados (ESMA) y el Colegio de Supervisores de la ECC. En cuanto a las magnitudes de riesgo de BME Clearing, durante 2023 las garantías iniciales exigidas se redujeron en total un 25%, respecto a su valor promedio del año 2022, siendo más destacada la reducción de garantías

exigidas en el segmento de Energía (-56%), a consecuencia de la notable reducción de los precios y volatilidades de los contratos de electricidad y gas natural compensados en BME Clearing.

En relación con el depositario central, Iberclear, en enero de 2023 entró en vigor CSDR Refit. El Reglamento introduce modificaciones sobre el régimen de disciplina en la liquidación. Además, la norma dispone la elaboración por parte de la ESMA de un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la evaluación de una posible reducción del ciclo de liquidación, su idoneidad, costes y beneficios, riesgos y calendario sin incidencias significativas. Por otro lado, según datos de Iberclear, bajo el régimen de penalizaciones, durante 2023 se observó una disminución notable del número de penalizaciones y un descenso del 33% del importe total de las mismas.”

C) Desarrollar una política macroprudencial integral centrada en la financiación a través de los mercados de valores (MBF)²⁵

Para ello es necesario:

1. Superar la utilización de una terminología como instituciones financieras no bancarias (IFNB)

Al igual que el término “*shadow banking*” fue superado recientemente²⁶, se considera que la referencia a instituciones financieras no bancarias “IFNB” ha de evolucionar:

- I. En primer lugar, por cuanto que continuar agrupando a todas las instituciones financieras que no sean bancos bajo una misma perspectiva de riesgo macroprudencial, cuando los diferentes agentes responderán a diferentes riesgos y los transmitirán probablemente de distinta manera dentro del sistema financiero²⁷, resulta un punto de partida desacertado.
- II. Asimismo, porque la utilización de una terminología uniforme para entidades tan diferentes dificulta la adaptación de las políticas necesarias para garantizar la estabilidad del sistema a las características específicas de cada agente, así como la creación de las herramientas macroprudenciales pertinentes.

²⁵ En línea con la propuesta del Banco de Inglaterra incluida en su documento: Financial Stability in Focus: The FPC’s approach to assessing risks in market-based finance: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-in-focus/2023/the-fpcs-approach-to-assessing-risks-in-market-based-finance.pdf>

²⁶ Así era como se refería la JERS al EU NBFi Risk monitor report hasta 2018 (https://www.esrb.europa.eu/pub/reports/nbfi_monitor/html/index.es.html).

²⁷ Tal y como se apunta en el Discussion Paper del Banco Central de Irlanda (pág. 7): *The Central Bank also recognises that the fund sector is just one part of overall NBFi sector. In time, other parts of the NBFi sector may also require a macroprudential lens, depending on the specific systemic risks those sectors pose.* CBI Discussion Paper. Julio 2023. “An approach to macroprudential policy for investment funds”: https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/discussion-papers/discussion-paper-11/dp-11-an-approach-to-macroprudential-policy-for-investment-funds.pdf?sfvrsn=23059f1d_3

III. Así dentro del concepto de IFNB se incluyen tanto entidades reguladas y supervisadas (como son los Fondos de Inversión sujetos a las Directivas UCITS²⁸ y DGFIA²⁹ y los Fondos de Pensiones sujetos a la Directiva IORP II³⁰ (en el caso de los Fondos de Pensiones españoles, el marco normativo de IORP II, con algunas salvedades, se replica también para los Fondos de Pensiones personales) como entidades no reguladas como los *family offices* que son más opacos para los reguladores. Además, según sea el alcance del concepto³¹, podrían generarse dudas respecto de la consideración de las infraestructuras de mercado como IFNB, cuando dichas entidades se encuentran sometidas a una intensa regulación en la Unión Europea, y desarrollan su actividad en un marco continua supervisión y vigilancia.

2. Considerar a todos los actores que participan en la intermediación financiera a través de los distintos mercados de valores

Atendiendo al objetivo prioritario de la política macroprudencial de mantener la estabilidad financiera, reforzando la capacidad de resistencia del sistema financiero y limitando el aumento de vulnerabilidades, se considera que un enfoque adecuado para tratar el riesgo macroprudencial podría ser el desarrollar un marco analítico que permita a la UE concentrarse en los riesgos propios de los mercados de valores e identificar qué actividades contribuyen a ese riesgo, más que un análisis segmentado por tipología de entidad.

En este contexto, y considerando el notable enfoque de la consulta en las IICs, es necesario abogar por una política macroprudencial orientada específicamente en la financiación en los mercados de valores que tenga en cuenta que el sector de gestión de activos representa solo una parte dentro del amplio conjunto de participantes en los mercados de valores. Los Fondos de Inversión no son los únicos participantes en los mercados de valores por lo que, para que el citado marco cuente con una visión integral, se ha de considerar a todos los actores (regulados y no regulados) que participen en la intermediación financiera a través de los principales mercados.

Adicionalmente, los Fondos ofrecen diversificación a los inversores y están sujetos a una regulación estricta que deben cumplir con reglas rigurosas en cuanto a límites de apalancamiento, elegibilidad de activos y diversificación.

Es por ello que se plantea que podría ser más adecuado, en lugar de una perspectiva de riesgo macroprudencial por sectores aislados (en el caso de la consulta centrada en los IFNB) un enfoque centrado en la actividad de

²⁸ Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de julio de 2009 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

²⁹ 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.

³⁰ Directiva (UE) 2016/2341 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2016, relativa a las actividades y la supervisión de los fondos de pensiones de empleo.

³¹ El propio documento de la Consulta hace referencia al concepto acuñado por el FSB, “the NBFIs sector”, categoría en la que también incluye a las infraestructuras del mercado financiero.

intermediación en los mercados, de tal manera, que lo que se evalúe es la estabilidad e integridad de los principales mercados de valores, atendiendo a la interconectividad entre todos los actores que participan en los mismos, es decir la identificación de vulnerabilidades colectivas, posibilitando la identificación de los posibles focos de riesgo sistémico³².

Al efecto, la realización de pruebas de resistencia en las que intervenga una muestra de todos los agentes participantes en los mercados puede ser una herramienta muy útil tanto para supervisores, como para los propios participantes de los mercados para integrar los comportamientos de otros agentes ante posibles shocks y corregir las respuestas propias, haciendo que el ecosistema financiero sea más robusto y colaborativo.

3. Promover una mayor coordinación en la supervisión macroprudencial e intercambio de datos a nivel europeo

Se reconoce el beneficio de un incremento de la coordinación entre organismos supervisores de los Estados Miembros en aras de la aplicación coherente de las políticas macroprudenciales. Una coordinación insuficiente puede dar lugar a problemas de inestabilidad, tal y como reconoce la Consulta, pero no se trata solo que sea suficiente, sino también eficiente.

Precisamente este es uno de los objetivos de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (en adelante, "JERS")³³: eliminar la fragmentación y alcanzar una mayor coherencia entre la supervisión macro y microprudencial³⁴. Una de las opciones para reflejar el incremento de la importancia del sector de los mercados de valores en los últimos tiempos podría ser reforzar el peso de las Autoridades Europeas de Supervisión (en adelante, "ESAs") en este órgano, que actualmente está presidido por el Banco Central Europeo (en adelante, "BCE") y cuya Secretaría la ostenta el mismo.

A estos efectos, se quiere llamar la atención sobre la propuesta de Reglamento sobre información compartida propuesto por la Comisión Europea (en

³² Según extractos del documento del Banco de Inglaterra: Financial Stability in Focus: The FPC's approach to assessing risks in market-based finance. *No part or sector of the system of MBF can be assessed fully in isolation, so the FPC uses a combination of perspectives to identify and prioritise vulnerabilities.*

Systemically important activities can often be carried out by a large number of small entities. This means the FPC needs to consider markets as a whole and the collective behavioural responses of firms in stress. Bank of England. Financial Stability in Focus: The FPC's macroprudential approach to operational resilience Financial Policy Committee March 2024: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-in-focus/2024/financial-stability-in-focus-the-fpcs-macroprudential-approach-to-operational-resilience.pdf>

³³ Artículo 3.2 del Reglamento (UE) 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico.

³⁴ "La responsabilidad del análisis macroprudencial sigue estando fragmentada, puesto que incumbe a diversas autoridades, a distintos niveles, sin mecanismo alguno que garantice que se detectan adecuadamente los riesgos macroprudenciales y que se emiten con claridad avisos y recomendaciones al respecto, que tengan un seguimiento y se traduzcan en medidas concretas. El buen funcionamiento de los sistemas financieros de la Unión y mundiales y la mitigación de las amenazas a los mismos requieren una mayor coherencia entre la supervisión macro y microprudencial." Considerando 11 del mencionado Reglamento 1093/2010.

adelante, “CE”), y que ahora se encuentra en fase de trílogos³⁵ (en adelante, “Propuesta de Reglamento sobre información compartida”). El objetivo de esta Propuesta es agilizar el intercambio de información entre los supervisores del sector financiero en aras de la modernización de la supervisión y el establecimiento de un sistema que proporcione información precisa, consistente y pertinente a las autoridades de supervisión (tanto ESAs como nacionales) minimizando al mismo tiempo la carga regulatoria en lo relativo a la remisión de información³⁶. Es relevante asimismo destacar que esta Propuesta de Reglamento establece diversas normas orientadas a eliminar requerimientos normativos de información redundantes y obsoletos³⁷.

En la medida en que esta Propuesta de Reglamento sobre información compartida se encuentra en un estadio avanzado de tramitación, los esfuerzos en materia de coordinación en la supervisión prudencial y el intercambio de datos deberían canalizarse a través de la misma para evitar duplicidades e ineficiencias derivadas de la tramitación de normas en paralelo con el mismo objetivo.

Teniendo en cuenta lo anterior, bajo el principio de “reporte único”, existe una oportunidad de favorecer la eficiencia en el intercambio de datos entre las ESAs y las respectivas NCAs, respecto de la información referida a las entidades bajo su correspondiente esfera de supervisión. Esto permitiría una gestión eficaz del gran volumen de datos que se generan en los Estados Miembros para su posterior análisis a nivel de la JERS.

De este modo, reforzando la posición de las ESAs en la JERS y facilitando el intercambio de información a nivel europeo se podría lograr una mayor cohesión en la política macroprudencial de los mercados de valores.

Sin perjuicio de lo anterior, las ANCs continuarían siendo responsables de la recopilación de datos relativos a la supervisión en sus respectivas jurisdicciones, así como de la monitorización de aquellos acontecimientos que pudieran comprometer la estabilidad de sus mercados locales, además de supervisar a las entidades que operan bajo su regulación.

A este respecto, resulta relevante señalar que, a nivel doméstico, los supervisores nacionales ya cuentan con información detallada y suficiente para llevar a cabo una supervisión prudencial. Por lo que, si bien se considera de utilidad que las ESAs aglutinen información de las carteras de los agentes que participan en los distintos mercados, esta remisión de información y cooperación entre organismos supervisores, ha de realizarse a partir de la información de que ya disponen las

³⁵ *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) No 1092/2010, (EU) No 1093/2010, (EU) No 1094/2010, (EU) No 1095/2010 and (EU) 2021/523 as regards certain reporting requirements in the fields of financial services and investment support: [texto de la Comisión Europea](#), [texto del Consejo](#) y [texto del Parlamento Europeo](#).*

³⁶ *Explanatory Memorandum*, sección 1, de la Propuesta de Reglamento sobre información compartida.

³⁷ Considerando 4 de la Propuesta de Reglamento sobre información compartida por parte de la CE: “*The European Supervisory Authorities should regularly review the reporting requirements and propose, where appropriate, to streamline and remove redundant or obsolete requirements. They should coordinate this work via the Joint Committee of the European Supervisory Authorities. Facilitating the sharing and reuse of the information collected by authorities, while safeguarding data protection, professional secrecy and intellectual property, should reduce the burden on reporting entities and on authorities by avoiding duplicative requests, in line with the Strategy on supervisory data in EU financial services. Information sharing should also contribute to better coordination of supervisory activities and supervisory convergence*”.

ANCs, ESMA, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (en adelante, “EIOPA”) o el BCE, evitando crear obligaciones nuevas de información (en línea con los principios que inspiran la Propuesta de Reglamento sobre información compartida).

4. Tomar en consideración no solo la demanda sino también la oferta de liquidez

Por último, en momentos de crisis, se ha de prestar atención no solo a la resistencia por el lado de la demanda, sino también a cómo reducir la tensión por el lado de la oferta de liquidez.

En este sentido, el FSB ha puesto de manifiesto que las recientes volatilidades de los mercados se deben a la brecha existente entre demanda y oferta de liquidez durante los periodos de crisis, no obstante, el foco continúa situándose del lado de la demanda de liquidez.

En este sentido, se propone a la Comisión Europea el planteamiento de posibles opciones que aumenten la oferta de liquidez, como pudiera ser, a través de la solicitud a los supervisores bancarios para que revisen cómo reforzar la oferta de liquidez ya sea exigiendo menores requisitos en el caso de los creadores de mercado, en momentos de crisis, o, modificando las posibilidades que tienen los participantes en los mercados en los que interviene una entidad de contrapartida central de hacer frente a las *margin calls* (ampliando en la práctica dichas posibilidades).

5. Primar una adecuada supervisión y regulación sectorial frente a nuevas herramientas macroprudenciales

El marco macroprudencial debe asegurar riesgos que son de naturaleza macroprudencial, y no servir como compensación de una falta de adecuación de la legislación o de la supervisión efectiva de las autoridades³⁸.

En el caso de los Fondos de Inversión, no sólo la revisión de las Directivas UCITS y GFIA ha dotado a las Gestoras de herramientas de liquidez suficientes, sino que además la CNMV puede actuar ex ante en el procedimiento de autorización del Fondo. Incluso puede llegar, en último término, a revocar la autorización del Fondo o de la SGIIC por incumplimiento de los sistemas de gestión de riesgos.

En todo caso, desde el enfoque macroprudencial de la gestión de activos, una adecuada supervisión ex ante se considera más acorde al objetivo de mitigar las vulnerabilidades, que la inclusión de herramientas procíclicas como los colchones de liquidez, cuya oportunidad como herramientas macroprudenciales para la gestión de activos se cuestiona.

³⁸ Así lo ha señalado Verena Ross, presidenta de ESMA: “*we need to be careful and differentiate risks that are macroprudential in nature and need to be addressed by macroprudential tools, from risks resulting from inadequate regulation or lack of proactive supervision and enforcement. Let’s ensure that the macroprudential framework is not there to compensate for loopholes in the regulation and/or supervision.*” Macroprudential policy for investment funds conference, Keynote speech from Verena Ross, ESMA Chair, 20 May 2024 (p.7) https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA50-43599798-9644_Verena_Ross_Speech_Macroprudential_framework_for_investment_funds.pdf

En caso de que se considerase oportuno, se recomienda la extensión a otros participantes de los mercados con apalancamientos excesivos de herramientas de supervisión ex ante, en línea con las obligaciones derivadas de la aplicación del artículo 25 de DGFIA.

Adicionalmente, debe señalarse que algunas de las medidas que son objeto de consulta, sin estar específicamente dirigidas a las infraestructuras de mercado financiero, sí pueden tener incidencia en su régimen de funcionamiento y supervisión (por ejemplo, la propuesta de “System-wide stress test”). A este respecto, debe reiterarse la adecuación del actual régimen sectorial aplicable a estas infraestructuras, con Reglamentos que contienen un exhaustivo marco de requisitos prudenciales, organizativos y de funcionamiento, completado, en el caso de las ECC, con un régimen específico de recuperación y resolución. Por lo tanto, cualquier medida dirigida a la mejora de la supervisión macroprudencial de las IFNB que pudiera, de manera indirecta, tener impacto en la regulación específica de las ECC y los depositarios centrales de valores, ha de ser cuidadosamente analizada y ponderada.

D) Considerar la regulación existente en el ámbito macro prudencial en el sector asegurador

Se comparte plenamente la visión de la Comisión Europea en cuanto a que el sector asegurador plantea un riesgo sistémico limitado y que, además, dispone de amplias herramientas macroprudenciales para evaluarlo y mitigarlo en el contexto del marco prudencial europeo, Solvencia II. Asimismo, es conveniente remarcar que Solvencia II está siendo revisado en la actualidad al objeto de otorgar poderes adicionales a las autoridades de supervisión en materia macroprudencial.

Adicionalmente a Solvencia II, próximamente se publicará en el Diario Oficial de la UE la Directiva de Recuperación y Resolución de Seguros (“IRRD”, por sus siglas en inglés). Mediante esta norma se establece un marco armonizado a nivel comunitario que proporcionará a las autoridades un conjunto de instrumentos de resolución que les permita intervenir con la suficiente antelación y rapidez si las empresas de seguros son inviables o es probable que vayan a serlo, para garantizar los derechos de los tomadores de seguros.

Entre otras cuestiones, la IRRD regulará la obligación de las aseguradoras de elaborar planes de recuperación preventivos que establezcan medidas que para restablecer su situación financiera en caso de que se produzca un deterioro significativo. También se establece la obligación de las autoridades de elaborar planes de resolución y de evaluar la viabilidad de las entidades y grupos, atribuyendo poderes a las autoridades de supervisión para una intervención temprana, en caso de deterioro de la situación financiera o incumplimiento de los requisitos reglamentarios.

En base a lo anteriormente expuesto, se considera que el sector asegurador tiene un

marco macro prudencial adecuado y, por lo tanto, no es preciso incorporar requerimientos adicionales. Esta valoración está totalmente alineada con la siguiente declaración de la Comisión Europea, expuesta en la página 7 del documento sujeto a consulta:

“The objective of this consultation is to seek stakeholders’ view on the adequacy of the macroprudential framework for NBFIs with the intent not to revisit recent legislative agreements (e.g. Solvency II review, EMIR 3).”

II. CONTESTACIÓN A LAS CUESTIONES QUE PLANTEA LA CONSULTA

Se recogen aquellas contestaciones a cuestiones relevantes para el sector de gestión de activos.

Question 1. Are there other sources of systemic risks or vulnerabilities stemming from NBFIs' activities and their interconnectedness, including activity through capital markets, that have not been identified in this paper?

El análisis realizado por la Comisión Europea no resulta suficientemente comprensivo de todos los riesgos y vulnerabilidades que afectan al mercado de capitales desde un punto de vista macroprudencial, al enfocarse en una categoría de entidades como son los IFNB, que además engloba un conjunto heterogéneo de entidades. Así, el enfoque tiene los siguientes problemas:

- (i) Al ser un enfoque basado en tipo de entidad en lugar de en las actividades que pueden plantear riesgos para los mercados de valores, deja fuera otros agentes que pueden llevar a cabo funciones relevantes para el funcionamiento de los mercados de valores (como, por ejemplo, los *prime brokers*)
- (ii) El concepto genérico IFNB incluye un conjunto de entidades muy diferente, en el que se encuentran entidades supervisadas y reguladas, IIC y FP, cuyas autoridades nacionales competentes (en adelante, "ANC") cuentan con información detallada (en algunos países como España, más que en otros países de la UE) y otras entidades, como *family offices* sobre las que existe mucho menos visibilidad, y respecto de las que se deberían enfocar más las medidas a adoptar, siempre que por su magnitud supongan un riesgo para la estabilidad financiera, ya que se trata de actividades en crecimiento que aportan otra fuente de financiación alternativa a la bancaria que se debería favorecer y no limitar con nuevas regulaciones. Dentro de este ámbito es preciso diferenciar las entidades y actividades de impacto macroeconómico y sistémico de las que carecen de él.
- (iii) Si bien es relevante la correcta gestión de liquidez por parte de los vehículos de inversión, en el caso concreto de los UCITS y FIAs esta cuestión ya ha sido abordada en la última modificación de las Directivas en las que se establecen herramientas de liquidez con la obligación de que las Gestoras incorporen al menos dos de ellas en la gestión de sus IIC,
- (iv) Asimismo, resulta necesario abordar la oferta de liquidez y realizar un análisis sobre cómo reforzar esa oferta sobre todo en momentos de estrés de mercado.

En el caso de los Fondos de Inversión españoles, salvo las IIC de inversión libre, el artículo 8 de la Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo, sobre operaciones de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero con instrumentos financieros derivado establece que *"La exposición total al riesgo de mercado asociada a instrumentos financieros derivados no podrá superar el patrimonio neto de la IIC"*, y en el caso de las IIC de inversión libre se establece que solo podrán endeudarse siempre que dicho endeudamiento no supere en cinco veces el valor de su patrimonio y éste sea congruente con la implementación de su política y estrategia de inversión (artículo 73.1

j) 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, en adelante, "RIIC").

Question 2. What are the most significant risks for credit institutions stemming from their exposures to NBFIs that you are currently observing?

Please provide concrete examples:

Como observación preliminar es importante recordar que tanto las IIC como los FP, operan bajo el principio de agencia, esto es, las Gestoras no operan con sus propios activos, sino que administran el dinero de los inversores según mandatos específicos. Los inversores son conocedores de los riesgos económicos asociados a los subyacentes en los que se invierte debido a las obligaciones de información que establecen las normativas sectoriales (tanto pre como postcontractual). Las correcciones del mercado en el valor de los activos se trasladan al valor liquidativo del fondo.

Por tanto, si bien es innegable la interconexión de las Gestoras de activos con el resto de los participantes en los mercados financieros (tanto como inversores en los Fondos, como en su calidad de prestamistas a los Fondos³⁹), existiendo además grupos bancarios que integran SGIIC y EGFPs, la posibilidad que una crisis originada en el sector de Fondos de Inversión o de Pensiones se pudiera contagiar a otros sectores es limitada:

- Se trata de sectores altamente regulados, tanto a nivel europeo como nacional.
- En el caso de las IIC, tanto en el caso de los UCITS, como en el de los FIAs En estos últimos, si bien existe mayor libertad en la configuración del producto, las Gestoras están sujetas a un marco de control.
- En lo referido al riesgo de liquidez, la reciente revisión de las Directivas UCITS y FIAs ha dotado a las SGIIC un amplio abanico de herramientas de liquidez, estableciendo la obligación de incorporar al menos dos de ellas.
- En lo referido al apalancamiento, en el caso de los UCITS está limitado (artículo 51.3 de la Directiva UCITS) y en el caso de los FIAs, el gestor tiene que establecer su límite de apalancamiento en el folleto y ajustarse a este (en el caso español sí se establece un límite en el artículo 73.1 j) RIIC a la posibilidad de endeudarse para las IIC de inversión libre).
- La normativa de las entidades de crédito ya establece requisitos de solvencia (Reglamento (UE) n ° 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión) que regula su exposición a los Fondos de Inversión.

³⁹ En el caso de los fondos de deuda regulados en el artículo 73.5 del RIIC.

Question 3. To what extent could the failure of an NBFIs affect the provision of critical functions to the real economy or the financial system that cannot easily be replaced?

- 1 - To a very low extent
- 2 - To a low extent
- 3 - To a significant extent
- 4 - To a high extent
- 5 - To a very high extent
- Don't know / no opinion / not applicable

- El riesgo de *default* en el caso de los Fondos de Inversión y de Pensiones es muy bajo. Como ya se ha comentado, los Fondos emiten participaciones cuyo valor liquidativo refleja las variaciones del mercado y donde el riesgo lo soporta el inversor, a diferencia de los instrumentos de deuda (incluidos los depósitos bancarios) en los que el riesgo está en el balance del banco.
- Desde un punto de vista más general, el tamaño de los participantes en el mercado (en España hay un total de 176 Gestoras de activos, ya sea de IIC o Fondos de Pensiones, el 94% de las Gestoras son Pymes y solo un 6% de grandes empresas, según datos de INVERCO) y el tipo de funciones que realizan, hace que un *default* de una entidad o varias difícilmente pueda afectar al funcionamiento del mercado. Así en el caso de la normativa española se prevé el mecanismo de sustitución de la SGIIC del fondo/s en el caso de concurso de la SGIIC (artículo 53 Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, en adelante "LIIC").

Question 4. Where in the NBFIs sectors could systemic liquidity risk most likely materialise and how? Which specific transmission channels of liquidity risk would be most relevant for NBFIs?

Please provide concrete examples:

En primer lugar, como ya se ha comentado, un mapa comprensivo del riesgo sistémico de liquidez se debería abordar también desde el punto de vista de la oferta de liquidez, analizando como la interacción de demanda y oferta en determinados segmentos del mercado puede llevar a una disminución de los activos negociados o un incremento de los costes de transacción.

Desde el punto de vista histórico, se quiere hacer referencia a la crisis derivada del confinamiento provocado por el COVID-19 en marzo de 2020 (una crisis provocada por un acontecimiento externo al propio mercado), se quiere destacar los siguientes aspectos relacionados con el comportamiento de los fondos de Inversión españoles según el informe de intermediación financiera no bancaria en España elaborado por la CNMV:

- *En 2020 el uso de herramientas de gestión de la liquidez de los fondos en España fue superior al habitual como consecuencia de la crisis del COVID-19, que dio lugar a un aumento significativo de los reembolsos en marzo, como se ha indicado con anterioridad. Ningún fondo español tuvo que activar ninguna medida extraordinaria de liquidez como las suspensiones de los reembolsos o los side pockets. Tan solo cinco fondos tuvieron que realizar reembolsos parciales. Por otra parte, durante la crisis la CNMV reforzó sus mecanismos de coordinación con las sociedades gestoras incentivando a estas instituciones a utilizar, en caso de ser adecuado, las herramientas disponibles de gestión de la liquidez. En particular, la CNMV recomendó la valoración de los activos en función de los precios bid y los esquemas de swing pricing⁴⁰.*
- *Los fondos de inversión se vieron afectados de forma significativa por la crisis del COVID-19 en marzo de 2020, que ocasionó tanto un descenso del valor de los activos de estas instituciones como un aumento de los reembolsos netos. En los meses posteriores se vivió una nueva etapa expansiva que dejó el balance anual prácticamente invariable⁴¹.*

En el caso de la invasión de Ucrania, tampoco hubo incidentes relevantes para los fondos de Inversión españoles (la exposición era reducida) como se deriva del informe de la CNMV sobre intermediación financiera no bancaria del ejercicio 2021⁴².

Tomando los anteriores ejemplos y, en general, se puede afirmar que no existe evidencia empírica que sugiera que la actual normativa europea en materia de Fondos de Inversión, con el refuerzo de las herramientas de liquidez introducida por la revisión de las Directivas de UCITS y FIA sea insuficiente para abordar situaciones excepcionales de mercado.

Question 5. Where in the NBFIs sectors do you see build-up of excessive leverage, and why? Which NBFIs could be most vulnerable?

Please provide concrete examples:

En relación el apalancamiento se realizan las siguientes reflexiones:

- De conformidad con el FSB, si bien las entidades aseguradoras, los Fondos de Pensiones y los Fondos de Inversión, representan 2/3 de los activos de los IFNB, el 90% del apalancamiento en el balance se encuentra en otros IFNB como son los broker-dealers, hedge funds, entidades holding y vehículos de titulización.
- En el caso de los Fondos europeos:
 - ✓ La Directiva UCITS limita el apalancamiento con derivados (artículo 51.3 de la Directiva).
 - ✓ La DGFIA establece que el gestor ha de señalar en el folleto el límite de apalancamiento. Adicionalmente, el artículo 25.3 de la DGFIA establece que *“3. El GFIA deberá demostrar que los límites de apalancamiento para cada FIA que gestione son razonables y que cumple en todo momento dichos límites establecidos por él mismo. Las autoridades competentes*

⁴⁰ Intermediación financiera no bancaria en España Ejercicio 2020. Página 10

⁴¹ Intermediación financiera no bancaria en España Ejercicio 2020 Página 28

⁴² Informe de CNMV sobre Intermediación financiera no bancaria en España. Ejercicio 2021, (página 31): https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IFNB_2021_2.pdf

evaluarán los riesgos que pueda entrañar el recurso al apalancamiento por parte de un GFIA con respecto a los FIA que gestiona, y siempre que se considere necesario para la estabilidad e integridad del sistema financiero, las autoridades competentes del Estado miembro de origen del GFIA, previa notificación a la AEVM, a la JERS y, en su caso, a las autoridades competentes del FIA pertinente, fijarán límites al nivel de apalancamiento a que esté autorizado a recurrir un GFIA u otras restricciones en materia de gestión al FIA respecto de los FIA que gestione a fin de limitar la incidencia del apalancamiento en la generación de un riesgo sistémico en el sistema financiero o de riesgos de perturbación de los mercados.”

- El recurso al apalancamiento en los Fondos europeos es bajo, y se usa no solo para obtener exposición adicional a determinados activos sino también con la finalidad de gestión de riesgos (cobertura) y como técnica de gestión eficaz de la cartera⁴³.
- En el sector asegurador el riesgo de liquidez es poco significativo. Esto es algo que señala la propia Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) en su [Informe de Estabilidad Financiera de 2024](#). En dicho informe se indica que la posición de liquidez agregada de las aseguradoras se mantuvo en términos generales estable, no existiendo, por lo tanto, motivos para preocuparse con este riesgo.

No obstante, dentro de la revisión que se está llevando a cabo en Solvencia II, se exigirá a las entidades a disponer de planes de gestión del riesgo de liquidez. En este sentido, EIOPA ha puesto en marcha un procedimiento de [consulta pública](#) de una norma técnica, hasta el 2 de enero de 2025, en la que se detalla el contenido y requerimientos esperados de dichos planes.

Question 6. Do you observe any systemic risks and vulnerabilities emerging from crypto assets trading and intermediaries in the EU?

Por el momento los Fondos de Inversión españoles y sus Gestoras tienen muy poca experiencia en criptoactivos. Este es también el caso del sector asegurador.

Question 7. Considering the role NBFIs have in providing greater access to finance for companies and in the context of the capital markets union project, how can macroprudential policies support NBFIs' ability to provide such funding opportunities to companies, in particular through capital markets?

Please provide concrete examples:

Con carácter general, el enfoque macroprudencial que se aplique a los mercados financieros debe reconocer las diferencias estructurales entre bancos y entidades no

⁴³ EFAMA, 5 de julio 2023 “Open-ended funds and resilient capital markets - the perspective of the European asset management industry”: <https://www.efama.org/sites/default/files/files/Open-ended%20funds%20and%20resilient%20capital%20markets.pdf>

bancarias. La supervisión de entidades como las Gestoras de Fondos debe ser adecuada a su naturaleza y riesgos específicos, evitando así cargas regulatorias que puedan inhibir la capacidad de estas instituciones para contribuir al crecimiento y estabilidad del mercado de capitales.

Si se quiere ser coherente con la Unión de los Mercados de Capitales (en adelante, "CMU") y reducir la dependencia de la financiación bancaria fomentando la financiación a través del mercado de capitales es fundamental no exigir requisitos a los Fondos de Inversión que los asimilen/aproximen a las entidades bancarias sino tener siempre en consideración su diferente naturaleza.

En el caso de los Gestores de activos, el enfoque macroprudencial anticíclico que aplica a los bancos no aporta valor añadido. Tal como lo expone el FSB, todas las instituciones financieras enfrentan riesgos similares, aunque en diversa medida. Sin embargo, existen varias diferencias fundamentales entre el sector bancario y la financiación basada en el mercado, que requieren enfoques macroprudenciales completamente diferentes.

En primer lugar, los bancos ocupan una posición central en el sistema financiero. Su quiebra puede, por tanto, tener consecuencias de gran alcance, como lo reconoce el término "demasiado grande para quebrar" (*too big to fail*). En contraste, con algunas posibles excepciones como las entidades de contrapartida central, ningún participante del mercado es lo suficientemente grande como para desestabilizar los mercados de valores.

En segundo lugar, es imposible eliminar los riesgos de solvencia y liquidez inherentes a las actividades bancarias, ya que esto requeriría que los bancos solo mantuvieran activos seguros, lo cual es comercialmente imposible. Los reguladores bancarios han introducido, por tanto, medidas micro y macroprudenciales, como colchones de capital y liquidez (anticíclicos), para mitigar estas vulnerabilidades.

En la financiación basada en el mercado, sin embargo, es posible eliminar las vulnerabilidades que ciertos sectores pueden enfrentar sin tener que recurrir a dichos colchones. Por ejemplo, es posible eliminar la supuesta ventaja del primero en moverse (*first mover advantage*) en el sector de fondos asegurando que los fondos de inversión cobren a los inversores que redimen sus participaciones los costos de transacción asumidos por el fondo. Del mismo modo, es posible reducir la prociclicidad de los *margin calls* permitiendo a los participantes del mercado cumplir con esta demanda de liquidez al presentar participaciones en Fondos del mercado monetario (en adelante, "MMF") como garantía frente a las ECC.

Contrariamente a la agenda de la CMU, intentar mitigar estas vulnerabilidades mediante la introducción de colchones de capital y/o liquidez anticíclicos ignoraría la naturaleza no bancaria de la industria de fondos de inversión, además de inhibir la asunción de riesgos en los mercados financieros europeos.

En el contexto del sector asegurador, existen algunos ejemplos de medidas que podrían contribuir a que las aseguradoras desempeñen un papel más importante dentro del marco de la CMU. En este sentido, es importante que los consumos de capital a los que se enfrentan las aseguradoras (Solvencia II) no sean demasiado penalizadores y, por lo tanto, supongan una barrera a la inversión. El reciente informe

sobre el futuro de la competitividad en la UE ([informe Draghi](#)) pone de manifiesto este aspecto y llama a los reguladores a valorar una revisión de las cargas de capital aprovechando la revisión de Solvencia II.

3. Unmitigated liquidity mismatches

3.1 Money Market Funds (MMFs)

Question 8. What are pros and cons of giving the competent authority the power to increase liquidity buffer requirements on an individual or collective basis in the event of system-wide financial stability risks? Under which other situation do you believe MMF liquidity buffers should be increased on an individual or collective basis by the competent authority?

Question 8.1 Please explain what are the pros?

Las Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, “SGIIC” e “IIC”), a diferencia de los bancos, siguen un modelo de agencia, y no asumen riesgos como actor principal, siendo los inversores los que soportan los riesgos económicos asociados a los activos subyacentes y son concedores de dichos riesgos debido a las obligaciones de información que establece la normativa (tanto pre como postcontractual).

Por lo que, con carácter general, el enfoque macroprudencial que se aplique a los mercados financieros debe reconocer las diferencias estructurales entre bancos y entidades no bancarias, incluidos los FMM.

En cuanto a las herramientas macroprudenciales propuestas para los bancos, como colchones de capital y liquidez (anticíclicos), son herramientas que no aportan valor añadido a las Gestoras de activos, tal y como se reconoce en el comunicado sobre el enfoque macroprudencial en la gestión de activos⁴⁴ publicado en abril, en el que cuatro autoridades europeas (FMA, AMF, CONSOB y CNMV) respaldaban *la opinión que es muy improbable que tales requisitos regulatorios anticíclicos sean útiles para reducir los riesgos de estabilidad financiera. Esto es debido a que los gestores de activos toman decisiones en nombre de los inversores. En consecuencia, la idea de inducir a que los gestores de activos actúen de forma anticíclica –en la práctica, en contra de las preferencias de sus inversores– no puede ser una solución adecuada.*

No obstante, si bien, en España, entre las herramientas macroprudenciales con las que cuenta el supervisor, está la adopción de medidas dirigidas a reforzar el nivel de liquidez de las carteras de las IIC (incluidos los FMM), la CNMV considera que estas medidas han de utilizarse como un último recurso.

Question 8.2 Please explain what are the cons?

⁴⁴ Comunicado de las autoridades nacionales competentes de Austria (FMA), Italia (CONSOB), España (CNMV) y Francia (AMF): [Un enfoque macroprudencial en la gestión de activos](#)

A la luz de la reciente revisión de AIFMD/UCITS, así como de las recientes conclusiones alcanzadas por FSB/IOSCO sobre las recomendaciones para la gestión de liquidez en fondos abiertos (OEF) o el citado previamente Comunicado sobre el enfoque macroprudencial de gestión de activos, cualquier cambio en los colchones de liquidez anunciado por un organismo público contravendría abiertamente el principio de confiar en el gestor la responsabilidad final de gestionar la liquidez de los Fondos. En términos más prácticos, dicha intervención interferiría, cuando no pondría en peligro, la función de gestión de un Fondo.

Question 9. How can ESMA and ESRB ensure coordination and the proper use of this power and what could be their individual roles?

Please provide specific examples or scenarios to support your view:

Question 10. In view of the new UCITS supervisory reporting obligations and improvements to AIFMD reporting, how could reporting requirements under the MMFR be aligned, simplified and improved to identify stability risks (such as liquidity risks) and to ensure more efficient data sharing?

Es importante simplificar la presentación de informes y evitar superposiciones. La simplificación puede lograrse mediante la optimización del flujo de información mejorando la interoperabilidad de las plataformas de reporte existentes. Así, los datos que ya se presentan bajo UCITS, AIFMD y MMFR podrían ser compartidos por las ANC's sin tener que duplicar esfuerzos. De este modo, se podría lograr una supervisión más eficaz, con menos redundancia y mayor agilidad en la identificación de riesgos, como los de liquidez, sin imponer requisitos adicionales innecesarios a los Fondos ni modificar los marcos normativos actuales.

Question 11. Do you believe that the proposed enhancements to the stress testing framework listed above are sufficient to identify and mitigate liquidity risks effectively?

If not, what specific elements would you suggest including in the strengthened supervision and remediation actions for detecting liquidity risks?

Question 12. What are the costs and benefits of introducing an EU-wide stress test on MMFs?

Should this stress test focus mainly on liquidity risks?

Como ya se ha señalado previamente, para que este ejercicio pueda conseguir sus objetivos, es necesario que se incluya a todos los participantes de los mercados a un mayor escrutinio regulatorio. Si bien parece una herramienta que podría ser de utilidad para informar a supervisores y participantes en los mercados, se ha de incorporar al

resto de actores al objeto de que se visibilicen las interrelaciones con actores/actividades menos conocidas.

Question 13. What are your views on the EU ban on a reverse distribution mechanism by MMFs?

Question 14. Can you provide insights and data on how the reverse distribution mechanism has impacted in practice the stability and integrity of MMFs?

Question 15. Should regulatory requirements for MMFs take into account whether the instrument they are investing in is admitted to trading on a trading venue (regulated markets, multilateral trading facilities or organised trading facilities) with some critical level of trading activity?

Please explain your answer:

Véase respuesta a pregunta 37.

3.2 Other open-ended funds (OEFs)

Question 16. How can NCAs better monitor the liquidity profile of OEFs, including redemption frequency and LMTs, in order to detect unmitigated liquidity mismatches during the lifetime of OEFs?

- Los gestores de IIC proporcionan al supervisor información muy detallada sobre sus Fondos (política de inversiones, perfil de liquidez) tanto en el momento de la autorización como una vez constituidos. Así los Fondos de Inversión españoles en sus estados reservados ofrecen con una periodicidad mensual información muy detallada sobre su cartera de inversiones y sobre su operativa con derivados. En este sentido, el tipo de *reporting* al supervisor que se realiza en España podría servir de estándar para otras jurisdicciones europeas.
- Las Directrices de ESMA sobre tests de estrés de liquidez para UCITS y FIAs, establecen la realización periódica de tests de estrés de liquidez. Los resultados de los mismos han de estar a disposición de las autoridades nacionales competentes.
- El artículo 25 de la DGFIA recoge una herramienta supervisora del riesgo de apalancamiento y las directrices de ESMA sobre este artículo establecen prácticas coherentes, eficaces y eficientes dirigidas a las autoridades supervisoras nacionales para una aplicación común, uniforme y coherente del artículo 25 de la DGFIA.

- Por último, la revisión de las Directivas UCITS y GFIA ha introducido en la norma un amplio abanico de herramientas de liquidez para evitar posibles desajustes de liquidez que incluyen también herramientas anti dilutivas (*swing pricing*, etc.).

Question 16. [To NCAs/EU bodies] What is the supervisory practice and your experience with monitoring and detecting unmitigated liquidity mismatches during the lifetime of OEFs?

Question 17. What is the data that you find most relevant when monitoring liquidity risks of OEFs?

Por incorporar algunas de las variables que se citan en la Guía de la CNMV sobre la gestión y control de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva, se podría considerar, de acuerdo con el punto cuarto, ratios o niveles de liquidez de los instrumentos financieros. Estos ratios variarán dependiendo de la tipología de activos, la estimación de los horizontes temporales de venta (y en su caso los costes de liquidación de los activos), así como los escenarios de reembolsos y otras obligaciones de pago, y las pruebas de stress y pruebas retrospectivas (o back-testing).

Question 18. [To NCAs/EU bodies] What supervisory actions do you take when unmitigated liquidity mismatches are detected during the lifetime of an OEF?

Question 19. On the basis of the reporting and stress testing information being collected by competent authorities throughout the life of a fund, how can supervisory powers of competent authorities be enhanced to deal with potential inconsistencies or insufficient calibration between the LMTs selected by the manager for a fund or a cohort of funds and their assets and liabilities liquidity profile?

How can NCAs ensure that fund managers make adjustments to LMTs if they are unwilling to act? How could coordination be enhanced at the EU level?

Como observación preliminar es importante resaltar que la responsabilidad principal por la gestión de la liquidez de los fondos de Inversión recae en la Sociedad Gestora.

Dicho esto, la labor de supervisión de las autoridades nacionales es relevante. A tal efecto se considera que el supervisor nacional cuenta ya con las herramientas suficientes para esta tarea:

- En el momento de la autorización del Fondo, el supervisor realiza un control sobre la coherencia de la política de inversión y la frecuencia de reembolsos. Durante la vida del Fondo recibe información periódica sobre la composición del a cartera, y también puede, en caso de determinados incumplimientos revocar la autorización de un Fondo de Inversión o de su Sociedad Gestora.

- La normativa ha introducido herramientas macroprudenciales que pueden utilizar los supervisores para el control de la liquidez (artículo 70 bis. Suspensión de la emisión, reembolso o recompra y artículo 71 septies LIIC).

“Artículo 70 bis Suspensión de la emisión, reembolso o recompra.

1. *La CNMV podrá exigir, en interés de los partícipes o accionistas o en el interés público la suspensión temporal de la emisión, el reembolso o la recompra de las participaciones o acciones de las IIC autorizadas en España, cuando no sea posible la determinación de su precio o concurra otra causa de fuerza mayor.*

Artículo 71 septies. Supervisión de los límites al apalancamiento, de la adecuación de los procesos de evaluación crediticia y del riesgo de liquidez

“7. La Comisión Nacional del Mercado de Valores, con el objeto de garantizar un tratamiento equitativo de los partícipes o accionistas o por razones de estabilidad e integridad del sistema financiero, podrá, de manera temporal y justificando la necesidad y proporcionalidad de la medida:

a) Exigir a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, con carácter individual o respecto de una pluralidad de ellas, que refuercen el nivel de liquidez de las carteras de las instituciones de inversión colectiva gestionadas y, en particular, que incrementen el porcentaje de inversión en activos especialmente líquidos, tal y como los defina la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Autorizar a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, con carácter individual o respecto de una pluralidad de ellas, el establecimiento de periodos de preaviso para los reembolsos en una o varias instituciones de inversión colectiva por ellas gestionadas sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión aplicables con carácter ordinario. Dichos periodos de preaviso podrán también ser establecidos por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que determinará los reembolsos a los que resulte de aplicación la medida.”

- Asimismo, la CNMV ha publicado una Guía de gestión de liquidez (Guía técnica 1/2022 sobre la gestión y control de la liquidez de las IIC) que unifica en un único documento todos los criterios supervisores relevantes relacionados con la gestión y control de la liquidez de las IIC
- Por último, destacar que:
 - (i) En el informe de ESMA sobre la acción de supervisión conjunta referida a la gestión de riesgo de liquidez en UCITS en 2020⁴⁵, tras la crisis del COVID-19 se concluyó que con carácter general las Gestoras de UCITS demostraron que habían implementado y aplicado procesos adecuados y suficientes de gestión del riesgo de liquidez y con el cumplimiento de las entidades con sus obligaciones regulatorias, si bien también se identificaron

⁴⁵ ESMA, Public statement on compliance with UCITS liquidity rules, 24 March 2021: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_34-43-880_public_statement_-_2020_csa_ucits_liquidity_risks_management.pdf

áreas posibles de mejora (e.g., casos concretos en que la evaluación de la liquidez antes de realizar las inversiones dese debía reforzar).

- (ii) En 2020 un test de estrés de liquidez de ESMA estableció que basándose en una media de un shock de reembolsos semanal de 20% y con tomando el importe de pérdidas históricas más alto durante el 2017-2019, más del 86% de los FIAs y el 90% de los UCITS serían resistentes al mismo⁴⁶.

Question 20. Only for asset managers: What measures do you find particularly effective to measure and monitor liquidity risk in stressed market conditions?

Question 21. Only for asset managers: What difficulties have you encountered in measuring and monitoring liquidity risks and their evolution?

Are there enough tools available under the EU regulations to address liquidity mismatches?

Tras la reciente reforma de las Directivas UCITS y GFIA con la incorporación de las herramientas de liquidez, se considera que las Gestoras actualmente tienen a su disposición un abanico suficiente de medidas. A este respecto y partiendo de que las directivas ya imponen la obligación de incorporar al menos dos herramientas, es importante que el desarrollo normativo de las mismas sea lo más flexible posible en cuanto a la elección del gestor de en qué supuestos las activa (evitando establecer umbrales que determinen su aplicación automática) y la operativa para su puesta en práctica (e.g., tratamiento de las órdenes pendientes).

Question 22. Only for asset managers: What are the challenges in calibrating worst-case and stress-case scenarios related to redemptions and margin calls?

Question 23. [To NCAs and EU bodies] When monitoring or using results of liquidity stress tests, are you able to timely collect underlying fund data used by managers and the methodology used for the simulation? Are there other aspects that you find very relevant when monitoring the stress tests run by managers?

Question 24. [To NCAs and EU bodies] How do you use information collected from stress tests at fund level for other supervisory purposes and for monitoring systemic risks?

⁴⁶ ESMA, [Report on liquidity risk in investment funds](#), November 2020, p. 40.

Question 25. Only for NCAs and EU bodies: What are the main benefits and costs of introducing a stress test requirement at the asset management company level and how could this be organised?

Si bien se trata de una pregunta dirigida exclusivamente a las autoridades supervisoras nacionales, se quiere trasladar la siguiente reflexión:

Las SGIIC ya llevan a cabo tests de estrés de liquidez a nivel de Fondo. El realizar un test de estrés de liquidez a nivel de SGIIC no tienen ningún valor añadido, dado que cada Fondo tiene un riesgo de liquidez distinto y existe separación patrimonial tanto entre los activos de los distintos Fondos como entre los activos los fondos y los de la SGIIC. Por ello, en principio, no parece que tenga valor añadido el realizar un test de estrés de liquidez a nivel de la SGIIC.

3.3 Other NBFIs and markets

Other NBFIs

Question 26. What are your views on the preparedness of NBFIs operating in the EU in meeting margin calls, and on the ways to improve preparedness, taking into account existing or recently agreed EU measures aimed at addressing this issue?

Please specify the NBFIs sector(s) you refer to in your answer:

La aportación de márgenes en el ámbito de la operativa de derivados es un elemento a tener en cuenta por los IFNB en la gestión de su liquidez. Como ya se ha establecido, en el concepto de IFNB se aglutinan entidades muy diversas, algunas no reguladas y es en estas últimas donde se deberían centrar más las medidas, siempre que por su magnitud supongan un riesgo para la estabilidad financiera. En el caso de los Fondos de Inversión es importante tener en cuenta que:

- (i) Si bien los Fondos de Inversión utilizan derivados, el uso más frecuente es para cobertura de riesgos de mercado y la exposición de los fondos de Inversión a derivados es bastante limitada⁴⁷, sobre todo en los UCITS donde existe un límite que establece la propia Directiva UCITS (artículo 51.3 de la Directiva). En el caso de los FIAs es el gestor el que establece

47 ESMA Derivatives Markets 2023. December (pág. 9). "Non-financial firm exposures, which account for 4% of total notional amounts had half of their exposures in interest rate derivatives, a third in currency derivatives and 10% in commodities in 4Q22. For undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), which account for 2% of total notional, 43% of exposures were in currency derivatives, 35% in interest rate, 12% in equity and 10% in credit. Alternative investment funds (AIFs), also 2% of total notional, had almost two thirds of their notional in interest rate derivatives, a fifth in currency, and 8% and 7% in credit and equity respectively in 4Q22": https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ESMA50-524821-2930_EU_Derivatives_Markets_2023.pdf

el límite de apalancamiento en el folleto. El 65% de los fondos europeos no recurren al apalancamiento sintético⁴⁸.

- (ii) Las Directivas UCITS y GFIA exigen a las Gestoras tener unos procedimientos de gestión de riesgos que identifique y controle el riesgo de liquidez asociado con cada posición (artículo 51.1 Directiva UCITS y artículo 16 DGFIA y artículo 48 del Reglamento Delegado (UE) n ° 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012 , por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión).
- (iii) Las Directrices de ESMA sobre fondos cotizados y otras cuestiones relativas a los UCITS de 2014 establecen requisitos respecto de la operativa con derivados *over-the-counter* (en adelante “OTC”), entre otros, el seguimiento del riesgo de contraparte y de los riesgos relativos a los colaterales.
- (iv) Las Directrices de ESMA sobre las pruebas de resistencia de liquidez en los UCITS y los FIA de 16 de julio de 2020 requieren que las pruebas tengan en cuenta no sólo los reembolsos sino también las posibles peticiones de márgenes que tenga que enfrentar el fondo.

En este sentido, existen suficientes medidas regulatorias en el ámbito de los Fondos de Inversión europeos para el control del riesgo de liquidez derivado de la aportación de márgenes en la operativa con derivados OTC. A este respecto se realizan las siguientes reflexiones:

- (i) Como ya se ha establecido exigir colchones de liquidez (por estar razón o cualquier otra) a los fondos de Inversión no parece una solución adecuada y podría ser contraria al interés de los partícipes, dado que el mantenimiento de efectivo lastra la rentabilidad de las inversiones.
- (ii) Sería importante que en la operativa con derivados OTC se generalizase por las cámaras de compensación y las contrapartes la admisión de garantías diferentes al efectivo (con los *haircuts* adecuados).

Question 27. What are relevant risk metrics or tools that can be used to effectively monitor liquidity and margin preparedness across all NBF entity types?

Please provide examples specifying the sector you refer to:

Como ya se ha señalado, el conjunto de IFNB es elevadamente heterogéneo, por lo que las métricas relevantes y las herramientas a utilizar para limitar las

48 BCE. The impact of derivatives collateralisation on liquidity risk: evidence from the investment fund sector, Working Paper Series, No 2756, December 2022, (p. 10):
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2756-c0ab1bcec0.en.pdf>

vulnerabilidades en relación con la gestión de la liquidez pueden variar de unos participantes a otros.

Pension funds

Question 28. How can current reporting by pension funds be improved to improve the supervision of liquidity risks (e.g. stemming from exposure to LDI funds, other funds or derivatives), while minimising the reporting burden? What can be done to ensure effective look-through capability and the ability to measure the impact of unexpected margin calls?

Please provide examples also for other NBFIs sectors.

Para mejorar la supervisión de los riesgos de liquidez en los Fondos de Pensiones es esencial optimizar la calidad y el alcance de los informes presentados por los Fondos sin aumentar excesivamente la carga de reporte de información. En este sentido, la Directiva IORP II, en su artículo 25.2(d), ya establece la obligatoriedad que los Fondos de Pensiones de empleo incluyan en su ORA una evaluación específica del riesgo de liquidez. Esto, en el caso de España, implica que la DGSFP ya cuenta con información detallada de manera regular (al menos cada tres años) sobre los riesgos de liquidez de los Fondos de Pensiones (artículo 30 quinquies del Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones).

Adicionalmente, el artículo 49 de la Directiva IORP II prevé un proceso de revisión supervisora que no solo evalúa los riesgos que enfrentan los Fondos, sino también la capacidad de estos para gestionarlos de manera efectiva. A fin de reforzar esta capacidad supervisora, sería beneficioso implementar indicadores de riesgo, como la situación de liquidez proyectada, que abarquen incluso escenarios adversos. En este sentido, si en algún momento futuro se proyecta una situación de liquidez negativa, se podría realizar una evaluación detallada. Dicha evaluación, combinada con indicadores generales de liquidez, mostraría en un escenario de estrés qué activos podrían monetizarse adicionalmente, en qué plazo y bajo qué descuentos.

Un aspecto adicional a considerar es la necesidad de facilitar la admisión de colateral alternativo al efectivo en las operaciones con derivados, tanto por parte de las cámaras de compensación como de las contrapartes. Esto permitiría reducir la exigencia de mantener grandes reservas de efectivo, lo que a menudo impacta negativamente en la rentabilidad de las inversiones, especialmente en los casos de instrumentos de inversión a largo plazo. La admisión de otros tipos de colateral, con los *haircuts* apropiados, mitigaría este impacto y mejoraría la eficiencia de las gestiones de liquidez, al tiempo que minimizaría el riesgo sistémico asociado a las *margin calls* inesperadas. En este sentido, destacar que la cámara de contrapartida central española, BME Clearing, admite como garantía deuda soberana de España, Alemania, Francia, Holanda, Austria, Italia, Portugal, Bélgica, Reino Unido y Estados Unidos de América, así como valores de renta variable incluidos en el índice Ibex 35.

Question 29. What would be the benefits and costs of a regular EU-wide liquidity stress test for pension funds and with what frequency?

What should be the role of EU authorities in the preparation and execution of such liquidity stress tests?

EIOPA ya realiza periódicamente tests de estrés cada dos años aproximadamente (el último tuvo lugar en 2022). En la medida en que el riesgo de liquidez ya es una variable que forma parte del ORA, sería posible que EIOPA llevase a cabo un estrés test de liquidez que no implicase requisitos de información adicionales.

Short-term funding markets

Question 30. What would be the benefits and costs of creating a framework or a label in EU legislation for certain money market instruments (such as commercial papers) to increase transparency and standardisation?

Should the scope of eligible instruments to such framework/label be aligned with Article 3 of [Directive 2007/16/EC](#)?

If not, please suggest what criteria would you consider for identification of eligible instruments:

La creación de un marco europeo que regule las emisiones de pagarés ha de ser analizado con cautela. Y de manera especial, en el caso de que su creación se planteara a través de un instrumento jurídico de obligado cumplimiento.

En la actualidad, el mercado de pagarés en la Unión Europea atiende de manera satisfactoria las necesidades de financiación a corto plazo de sus emisores, ofreciendo a la vez diferentes niveles de flexibilidad, transparencia y liquidez alcanzables, según sea el esquema de funcionamiento. Desde el esquema de emisión directa al inversor, hasta la existencia de mercados regulados y sistemas de negociación –donde los niveles de transparencia y liquidez son significativamente superiores, constituyen opciones diversas con sus ventajas y beneficios para los diversos intervinientes. Por ello, y ante la inexistencia de fallos de mercado, la imposición de una normativa que regule la estandarización de esta vía de financiación no parece conveniente.

La práctica de mercado, orientada por iniciativas de estandarización privadas, o público-privadas, en un marco opcional, parecen el mejor camino para lograr los objetivos señalados en la Consulta.

Question 31. Would the presence of a wider range of issuers (notably smaller issuers) to fund themselves on this market, and therefore diversify their funding sources, be beneficial or detrimental to financial stability?

Sería beneficioso en la medida que contribuiría a la diversificación de sus fuentes de financiación, recurriendo a los mercados de valores además de a la financiación bancaria.

La transparencia exigible a los emisores es un factor esencial en la determinación de incidencia en la estabilidad financiera. Para ello, conviene recordar los requisitos de transparencia exigibles en la actualidad para la admisión a negociación en mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación, que ofrecen alternativas proporcionales al tamaño y complejidad de la estructura financiera del emisor.

Question 32. What are your views on why euro-denominated commercial papers are in large part issued in the ‘EUR-CP’ commercial paper market outside the EU?

What risks do you identify?

Please provide quantitative and qualitative evidence, if possible:

El mercado de instrumentos a corto plazo está muy fragmentado. Dentro del mismo conviven los mercados de perfil más doméstico con otros de carácter internacional.

Dentro de los distintos mercados, el denominado Euro-CP juega un papel muy relevante en cuanto a los volúmenes emitidos y número de participantes. No obstante algunos factores de este mercado se han demostrado como potencialmente críticos.

La mayoría de los instrumentos emitidos en el Euro-CP están denominados bajo Ley inglesa, es un mercado centralizado operativamente en Londres y con difícil acceso público a la información sobre los valores que cotizan en él. En la práctica estas características ponen en evidencia un riesgo derivado del impacto negativo que posibles cambios en la regulación en Reino Unido de los mercados, de carácter fiscal o de otro tipo pueda tener sobre los emisores europeos que operan en él y para los que en la actualidad el mercado de Euro-CP supone una fuente de financiación relevante.

Lo mismo ocurre con la negociación en su mercado secundario, que opera fundamentalmente de manera OTC y bilateral entre los participantes, con gran opacidad e información muy limitada en cuantos a volúmenes, precios y participantes.

Question 33. What could be done to improve the liquidity of secondary markets in commercial papers and certificates of deposits?

Creemos que varias medidas contribuirían a aumentar la liquidez en estos instrumentos:

- a) La mejora del tratamiento de los pagarés en lo que se refiere al consumo de capital de las instituciones financieras (Reglamento (EU) 575/2013 y Directiva 2013/36/EU), pasándose a considerar este tipo de instrumentos a corto plazo como instrumentos líquidos y, por tanto, estableciéndose una menor carga de capital sobre ellos. En otras regiones, la efectividad de este tipo de medidas quedó demostrada en 2020 cuando la Reserva Federal

incorporó los pagarés en el denominado “Money Market Mutual Fund Liquidity Facility”, que ha resultado definitivo para consolidar el mercado de US CP en Estados Unidos.

- b) El desarrollo y facilitación de un mercado de repo específico para los pagarés que permita a los operadores en el mercado cubrir sus posiciones.
- c) La ampliación de los programas de política monetaria del Banco Central Europeo para que acepten un mayor número de instrumentos del mercado monetario. La ampliación de los programas de compras de activos y el establecimiento por parte de la autoridad monetaria de programas específicos con motivo de la crisis del COVID mostraron la gran utilidad de estas medidas.
- d) La mejora de la transparencia del mercado secundario de pagarés que ayude a los participantes a tener una mejor información sobre las valoraciones de estos activos.

Question 34. Considering market practice today, is the maturity threshold for ‘money market instruments’ (up to 397 days) in the Eligible Asset Directive 2007/16 sufficiently calibrated for these short-term funding markets?

En diferentes mercados europeos la emisión de pagarés puede llegar hasta los 540 días, o incluso hasta los 720 días, por tanto, sería conveniente ampliar los plazos establecidos en la Elegible Asset Directive 2007/16 para adecuarlos a los vencimientos usados en estas jurisdicciones.

Question 35. Do you think there is a risk with the high concentration of this market in a few investors (MMF and banks)?

Please elaborate:

Sí, la concentración de mercado en un número reducido de inversores aumenta el riesgo de iliquidez de los productos financieros en la medida que existen un reducido número de oferentes y demandantes para los mismos. Si además, como ocurre en el mercado de pagarés, esos inversores pertenecen a una tipología concreta de instituciones financieras, bancos, u otras instituciones, este riesgo de iliquidez se ve ampliado ya que todos estos participantes en el mercado estarán sometidos a pautas de comportamiento similares que amplifican la tendencia a la iliquidez en situaciones de estrés.

No obstante, como ya se ha comentado previamente, los FMM, al igual que el resto de IIC, cuentan con herramientas que les permite gestionar este riesgo de liquidez.

Question 36. How could secondary markets in these money market instruments attract liquidity and a more diverse investor base, while relying less on banks buying back papers they have helped to place?

Entendemos que aunque es deseable y beneficioso que haya una mayor amplitud de participantes en el mercado de pagarés que permita dotarle de más liquidez y diversidad, el papel de las entidades financieras en este mercado debe seguir siendo muy relevante. Por este motivo, como se ha propuesto en la Q.33, hay medidas específicas que pueden facilitar la tenencia de inventarios de pagarés por parte de estas entidades, promover su participación en el mercado y la liquidez del mismo.

Question 37. What are the benefits and costs of introducing an obligation to trade on trading venues (regulated markets, multilateral trading facilities and organised trading facilities) for such instruments?

En cuanto a la existencia de un punto centralizado de información, la obligación de negociación de estos instrumentos en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación contribuiría a mejorar la transparencia y la información disponible sobre la actividad en el mercado secundario y, respecto a la infraestructura de contratación y liquidación que ofrecen, daría una mayor seguridad a los procesos de compraventa.

Question 38. Can the possibility to trade on a regulated venue increase the chances of secondary market activities in a systemic event, for instance by acting as a safety valve for funds that need to trade these assets before maturity (especially when facing strong redemption pressures, like for MMFs)?

Las plataformas de negociación centralizadas desempeñan un papel muy útil a la hora de facilitar la liquidez de los instrumentos financieros, al menos en condiciones normales de mercado, tanto mediante la consolidación de múltiples fuentes de liquidez y la mejora en la determinación de los precios de los activos; así como al beneficiar la eficiencia en los procesos de búsqueda de contrapartida, ejecución y liquidación de operaciones.

Sin embargo, como quedó patente durante la crisis del Covid, las plataformas no reemplazan la ausencia total de liquidez en tiempos de volatilidad o estrés máximo de del mercado y, en última instancia, el desarrollo de un mercado de profundo de pagarés necesita de la presencia y capacidad de un amplio número de participantes; dealers, intermediarios e inversores.

Commodities markets

Question 39. How would you assess the level of preparedness of commodity derivatives market participants for each of the following sectors in terms of meeting short-term liquidity needs or requests for collateral to meet margins?

	1 (Very low)	2 (Low)	3 (Medium)	4 (High)	5 (Very high)	No opinion
Insurance companies	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>				
UCITS	<input type="checkbox"/>					
AIFs	<input type="checkbox"/>					
Commercial undertakings	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>				
Investment firms	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>				
Pension funds	<input type="checkbox"/>					

Question 40. In light of the potential risk of contagion from spot markets or off-exchange energy trading to futures markets, do you think that spot market participants should also meet a more comprehensive set of trading rules for market participation and risk management?

Please elaborate on your response:

Question 41. How can it be ensured that the functioning of underlying spot energy markets and off-exchange energy trading activity does not lead to the transmission of risks to financial markets?

Other markets

Question 42. To what extent do you see emerging liquidity risks or market functioning issues that can affect liquidity in other markets?

- 1 - To a very low extent
- 2 - To a low extent

- 3 - To a significant extent
- 4 - To a high extent
- 5 - To a very high extent
- Don't know / no opinion / not applicable

Please explain your answer to question 42, providing concrete examples:

4. Excessive leverage

4.1 Open-ended funds (OEFs)

Question 43. What are other tools than those currently available under EU legislation which could be used to contain systemic risks generated by potential pockets of excessive leverage in OEFs?

La posibilidad de imponer límites al apalancamiento resulta suficiente.

Question 44. What are, in your view, the benefits and costs of using yield buffers⁴⁹ for Liability-Driven funds, such as it was done in Ireland and Luxembourg, to address leverage?

Question 45. While on average EU OEFs are not highly leveraged, are there, to your knowledge, pockets of excessive leverage in the OEF sector that are not sufficiently addressed?

Please elaborate with concrete examples:

En España, tanto la AMCESFI en su informe de Anual para el ejercicio 2023, como el presidente de la CNMV, en su comparecencia en la Comisión de economía en el mes de abril de este año destaca que la situación del sector de fondos españoles es robusta.

En 2022 y 2023 han mostrado una resiliencia notable a los movimientos de mercado. Presentan un apalancamiento muy bajo (de alrededor del 10% en 2023 y 2022 en términos netos) y resisten adecuadamente los tests de estrés a los que les somete la CNMV cada año.

Su exposición a uno de los principales focos de riesgo en la UE, el sector inmobiliario, es también muy reducida. En general, la CNMV no identifica fuentes de riesgo relevantes en la llamada intermediación financiera no bancaria en España.

⁴⁹ The yield buffer is defined as the level of increase in yields that a fund can withstand before its net asset value (NAV) turns negative. See [The Central Bank's macroprudential policy framework for Irish-authorized GBP-denominated LDI funds](#), p.3.

Question 46. How can leverage through certain investment strategies (e.g. when funds invest in other funds based in third countries) be better detected?

En el caso de los Fondos UCITS, la normativa establece requisitos estrictos sobre la aptitud de los activos en los que se invierte. De acuerdo con el artículo 50.1(e) ii) de la Directiva UCITS, los Fondos de terceros países deben cumplir con reglas similares a las establecidas en dicha norma en aspectos como la segregación de activos, la obtención y concesión de préstamos, y la prohibición de las ventas al descubierto de valores mobiliarios e instrumentos del mercado monetario. En caso de que estos fondos de terceros países no cumplan con estas normas, solo podrían ser considerados como Fondos cerrados y estarían sujetos a un límite del 10% de las inversiones del Fondo, según lo estipulado en el artículo 50.2 de la Directiva UCITS.

4.2 Other NBFIs and markets

Question 47. Are you aware of any NBFIs sector entities with particularly high leverage in the EU that could raise systemic risk concerns?

Question 48. Do stakeholders have views on macroprudential tools to deal with leverage of NBFIs that are not currently included in EU legislation?

En el caso de existir y se reconozcan participantes en los mercados que puedan ser relevantes para determinar el riesgo macroprudencial y no estén cubiertos por la legislación de la UE deberían ser incluidos bajo este marco.

Una vez que hayan sido incluidos bajo el marco de la supervisión macroprudencial, se les podrán aplicar las herramientas macroprudenciales que se estimen pertinentes para ese tipo de actores.

No obstante, quizás de manera general, en el ámbito de la supervisión macroprudencial de los mercados se podría conferir a ESMA o supervisor correspondiente poderes que le permitan ex ante controlar el apalancamiento en línea con lo que establece el artículo 25 de DGFIA.

Question 49. To NCAs and EU bodies: Are you able to timely identify (financial and synthetic) leverage pockets of other NBFIs (such as pension funds, insurance companies and so on), especially when they are taken via third parties or complex derivative transactions? Please elaborate on how this timely detection of leverage could be obtained?

Question 50. How can it be ensured that competent authorities can effectively reconcile positions in leveraged products (such as derivatives) taken via various legal entities (e.g. other funds or funds of funds) to the ultimate beneficiary?

Commodities markets

Question 51. What role do concentrated intraday positions have in triggering high volatility and heightening risks of liquidity dry-ups?

Please justify your response and suggest how the regulatory framework and the functioning of these markets could be further improved?

5. Control de la interconexión

Question 52. Do you have concrete examples of links between banks and NBFIs, or between different NBFi sectors that could pose a risk to the financial system?

Question 53. What are the benefits and costs of a regular EU system-wide stress test across NBFi and banking sectors?

Are current reporting and data sharing arrangements sufficient to perform this task?

Would it be possible to combine available NBFi data with banking data? If so, how?

Un ejercicio de pruebas de estrés generales para todo el sistema financiero de la UE podría ser una herramienta muy útil y beneficiosa para fortalecer la resiliencia de todo el sistema financiero de la UE.

No obstante, en el caso de que se llevase a cabo un ejercicio como el propuesto se considera necesario que cumpla las siguientes características:

- Muestra con participación comprensiva: Inclusión de una representación de todos los participantes en los mercados y no solo determinados sectores.
- Escenarios realistas: el diseño del escenario de estrés ha de ser representativo y relevante en toda la UE.

No obstante, enfocarse exclusivamente en las pruebas de estrés y en la elaboración de escenarios del lado de la demanda resultará insuficiente si no se aborda de manera efectiva el problema de la oferta de liquidez.

Question 54. Is there a need for arrangements between NBFi supervisors and bank supervisors to ensure timely and comprehensive sharing of data for the conduct of an EU-wide financial system stress tests?

Question 55. What governance principles already laid out in existing system-wide exercises in the EU, such as the one-off Fit-for-55 climate risk scenario analysis or the CCP stress tests conducted by ESMA, could be adopted in such system-wide stress test scenario?

Question 56. Only for NBFIs and banks: In your risk management practices, do you run stress tests at group level, and do you monitor the level of interconnectedness with (other) NBFIs (within and beyond your own sector; e.g. portfolio overlaps)?

Las SGIIC llevan a cabo pruebas de estrés únicamente a nivel de fondos, en España, la frecuencia con CNMV las realiza es cada seis meses, de acuerdo con la metodología propuesta por ESMA (en el marco de trabajo [STRESSI](#)).

6. Coordinación supervisora y consistencia a nivel europeo

6.1 Fondos abiertos

Question 57. How can we ensure a more coordinated and effective macroprudential supervision of NBFIs and markets?

How could the role of EU bodies (including ESAs, ESRB, ESAs Joint Committee) be enhanced, if at all?

Partiendo del enfoque macroprudencial integral propuesto, es fundamental que (i) exista una centralización a nivel de la UE de los datos (ej: carteras, operativa con derivados) que actualmente recopilan las ANC respecto de sus entidades supervisadas, que esté disponible tanto para las ANC como para ESMA y el BCE y (ii) ESMA pueda llevar a cabo un análisis centralizado de los riesgos macroprudenciales de los mercados de valores en toda la Unión Europea. Sin perjuicio de lo anterior, las Autoridades Nacionales Competentes (ANC) continuarán siendo responsables de la recopilación de datos relativos a la supervisión en sus respectivas jurisdicciones, así como de la monitorización de aquellos acontecimientos que pudieran comprometer la estabilidad de sus mercados locales, además de supervisar a las entidades que operan bajo su regulación.

Apoyándose en los análisis que realice ESMA, las ANC estarían en posición de implementar acciones de supervisión para mitigar los riesgos previamente identificados. Para fortalecer este nuevo rol, es imperativo que la ESMA se convierta en el epicentro de la recopilación de datos (*data hub*) sobre los mercados de valores. Esto implicaría que tanto las ANC, como EIOPA y el Banco Central Europeo (BCE) compartan la información que obtienen con ESMA, lo que permitiría al supervisor europeo tener una visión más completa sobre la dinámica actual de los mercados. Esta estrategia también contribuiría a aliviar la carga de recopilación de datos a la que se enfrentan los participantes del mercado, especialmente en épocas de tensión financiera.

Question 58. How could the currently available coordination mechanisms for the implementation of macroprudential measures for OEFs by NCAs or ESAs (such as leverage restrictions or powers to suspend redemption on financial stability grounds) be improved?

Una posible mejora sería fortalecer los canales de comunicación, por ejemplo, compartiendo información en tiempo real entre NCAs y ESAs, de manera que las autoridades puedan dar una respuesta más ágil y coordinada ante riesgos sistémicos. La creación de plataformas centralizadas para el intercambio de datos y la gestión de riesgos entre NCAs y ESAs también facilitaría la implementación de estas medidas, asegurando que las decisiones se tomen sobre la base de una visión consolidada de los riesgos en el sector, y asegurando una actuación coordinada.

Question 59. What are the benefits and costs of introducing an Enhanced Coordination Mechanism (ECM), as described above, for macroprudential measures adopted by NCAs?

Una posible desventaja de extender el uso del ECM a otros sectores es que la introducción de capas adicionales de coordinación y supervisión puede incrementar los costes de cumplimiento sin necesariamente traducirse en una mayor eficiencia. Añadir estructuras regulatorias y supervisoras más complejas puede generar una carga administrativa significativa tanto para las autoridades como para los actores del mercado, lo que podría afectar negativamente su operativa diaria. La JERS ya actúa como una institución integradora de todos los sectores relevantes para la estabilidad financiera de la Unión Europea. En este sentido, su función de análisis y coordinación ya cubre los riesgos potenciales que puedan surgir en relación con las IFNB s. El hecho de sumar más capas de supervisión a través del ECM podría duplicar esfuerzos, lo que no solo implicaría mayores costes sino que también podría diluir la eficacia de las acciones y medidas adoptadas. Además, las ESAs están mejor posicionadas para identificar y mitigar los riesgos de *spill over* en sus correspondientes ámbitos de supervisión. Por lo tanto, una extensión del ECM podría crear solapamientos entre las funciones de la JERS y las ESAs, reduciendo la claridad en la asignación de responsabilidades.

Question 60. How can ESMA and the ESRB ensure that appropriate National Macroprudential Measures (NMMs) are also adopted in other relevant EU countries for the same (or similar) fund, if needed?

Question 61. Are there other ways of seeking coordination on macroprudential measures and possibly of reciprocation?

What could this system look like?

Please provide concrete examples/scenarios, and explain if it could apply to all NBFIs sectors or only for a specific one:

Poderes de supervisión de los organismos europeos

Question 62. What are the benefits and costs of improving supervisory coordination over large (to be defined) asset management companies to address systemic risk and coordination issues among national supervisors?

What could be ESMA's role in ensuring coordination and guidance, including with daily supervision at fund level?

Si bien se valoran los beneficios que una supervisión centralizada pudiera tener, no obstante, la idea de un modelo de supervisión similar al Mecanismo Único de Supervisión utilizado para los bancos, atendiendo a las diferencias existentes entre los bancos y las Gestoras de activos, esta propuesta no se considera adecuada para la gestión de activos.

De hecho, es probable que la integración de la supervisión complique el panorama regulatorio, ya que las Gestoras de activos seguirían teniendo que cumplir con diversas leyes nacionales, entre otros, en materia de contratos, insolvencia e impuestos. Estas particularidades nacionales, añaden complejidad a la supervisión y podrían dar lugar a conflictos jurídicos entre ESMA y las autoridades nacionales.

Por otra parte, la supervisión nacional y *cross-border* y la coordinación prevista en UCITS y DGFIA, se ha de considerar eficaz, en tanto en cuanto no se pueste de manifiesto evidencia en contrario. Adicionalmente, la supervisión a escala de la UE se desconoce si conseguiría resultados superiores.

Por ello, se considera que la supervisión nacional es el enfoque más eficaz para el sector de la gestión de activos.

Question 63. What powers would be necessary for EU bodies to properly supervise large asset management companies in terms of flexibility and ability to react fast?

Please provide concrete examples and justifications:

Véase la respuesta a la pregunta previa.

Question 64. What are the benefits and costs of having targeted coordinated direct intervention powers to manage a crisis of large asset management companies?

What could such intervention powers look like (e.g. similar to those in Article 24 of EMIR)?

OTROS NBFIs y mercados

Question 65. What are the pros and cons of extending the use of the Enhanced Coordination Mechanism (ECM) to other NBFIs sectors?

Question 65.1 Please explain what are the pros?

Question 65.2 Please explain what are the cons?

Véase la respuesta a la pregunta 59 (entendiéndose referidas a EIOPA las referencias a ESMA).

Poderes de las ESAs y la JERS en situaciones de crisis

Question 66. What are the benefits and costs of gradually giving ESAs greater intervention powers to be triggered by systemic events, such as the possibility to introduce EU-wide trade halts or direct power to collect data from regulated entities?

Please justify your answer and provide examples of powers that could be given to the ESAs during a systemic crisis:

Dado que tanto ESMA como EIOPA sus respectivos reglamentos de creación les facultan, en virtud del artículo 18, a que, activamente, y cuando lo consideren necesario, puedan desempeñar una función de coordinación en caso de acontecimientos adversos que puedan poner en peligro la estabilidad financiera, no se considera que genere ningún beneficio la ampliación de los poderes de intervención o las competencias de las autoridades europeas de supervisión en esta materia.

Es más, las medidas correctoras o paliativas, como el cierre total o parcial de bolsas a nivel europeo o la suspensión de la cotización de un valor, deben continuar en manos de las autoridades nacionales, dado que persiste la fragmentación entre los mercados nacionales, estas autoridades deben evaluar la aplicación de mecanismos como la suspensión de cotización en un mercado específico.

No obstante, desde un punto de vista de mercado conjunto de la UE sí se reconoce el beneficio de un incremento de la coordinación en cuanto al tratamiento y recepción de datos entre organismos supervisores de los Estados Miembros en aras de una aplicación coherente de las políticas macroprudenciales. Teniendo en cuenta lo anterior, bajo el principio de “reporte único”, existe una oportunidad de favorecer la eficiencia en el intercambio de datos entre las ESAs y las respectivas NCAs, respecto de la información referida a las entidades bajo su correspondiente esfera de supervisión.

En cuanto a la recogida de datos, se considera adecuado el enfoque actual de que sean los supervisores nacionales los que recopilen los datos y los remitan a la correspondiente ESA.

En cualquier caso, es imperativo que cualquier modificación normativa dirigida a lograr los objetivos de coordinación en la supervisión prudencial e intercambio de datos se canalice a través de la “Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifican los Reglamentos (UE) nº 1092/2010, (UE) nº

1093/2010, (UE) nº 1094/2010, (UE) nº 1095/2010 y (UE) 2021/523 en lo que respecta a determinados requisitos de información en los ámbitos de los servicios financieros y el apoyo a la inversión”.

Supervisión integrada en el mercado de las materias primas

Question 67. What are the benefits and costs of a more integrated system of supervision for commodities markets where the financial markets supervisor bears responsibility for both the financial and physical infrastructure of the commodity futures exchange, including the system of rules and contractual terms of the exchange that regulate both futures and (cash/physical) forward contracts?

Coordinación internacional

Question 68. Are there elements of the FSB programme on NBFIs that should be prioritised in the EU?

Please provide examples:

Tal y como se ha señalado en la introducción, al objeto de conseguir una política macroprudencial de carácter integral para los mercados financieros europeos, resulta fundamental conseguir una adecuada coordinación tanto a nivel nacional como europeo e internacional:

- 1) Ampliar el ámbito de la supervisión macroprudencial en el ámbito de la intermediación financiera a través de los mercados de valores a todos los agentes que actúen en los mismo.
- 2) Reforzar el papel de las ESAs en la JERS a efectos de sus respectivos ámbitos de supervisión.
- 3) Incrementar la liquidez por parte de la oferta en tiempos de crisis.