



## Un enfoque macroprudencial en la gestión de activos

Los riesgos derivados de la intermediación financiera no bancaria (IFNB) son objeto de escrutinio por parte de reguladores de todo el mundo desde la crisis financiera mundial. El posterior endurecimiento de la regulación bancaria, el deseo de reducir la dependencia de la economía de la financiación bancaria en numerosas jurisdicciones, así como la política de tipos de interés bajos (incluso negativos), han dado lugar a un aumento de la participación de la IFNB en el sistema financiero mundial. Además, algunos casos recientes han demostrado que las crisis que se propagan u originan por la IFNB pueden tener un posible efecto negativo significativo en la economía real, lo que implica que pueden tener relevancia sistémica.

Dicha incertidumbre precisa de ciertas matizaciones en dos sentidos.

En primer lugar, aunque partes del ecosistema IFNB puedan efectivamente ofrecer productos con características similares a los bancarios, lo que exigiría una regulación similar a la bancaria (a tenor del conocido principio de “misma actividad, mismo riesgo, misma regulación”) el sector de la IFNB es extremadamente diverso y, en general, difiere mucho del ecosistema de los bancos. La gestión de activos, en particular, sigue un modelo de negocio de agente y no asume riesgos como actor principal. Los casos presentados como ejemplos de vulnerabilidades en la IFNB difieren mucho entre sí y, por tanto, cada uno requiere un análisis detallado y específico. Existen muchas más diferencias que similitudes entre (1) la excesiva exposición de una serie de bancos frente a un *family office* no regulado del que se termina conociendo que han asumido posiciones apalancadas insostenibles (Archegos 2021); (2) un evento de gran impacto en la economía que genera un aumento en la aversión al riesgo que se traduce en un gran apetito por la liquidez, ejerciendo una fuerte presión sobre el precio de los fondos del mercado monetario que deberían ser, en principio, fácilmente sustituibles por depósitos a la vista (el caso de marzo de 2020); y (3) deficientes modelos de gestión del riesgo de tipo de interés que conducen a ventas masivas acumuladas (*fire sales*) por parte de fondos de pensiones, tras producirse declaraciones desafortunadas sobre política macroeconómica (en 2022 la crisis en el mercado de deuda pública del Reino Unido con respecto a fondos LDI apalancados).

En segundo lugar, es preciso definir de forma específica la naturaleza del riesgo que los reguladores pretenden abordar; desde luego, la mayoría de los activos en el entorno de la IFNB (con la notable excepción de los seguros y los fondos de pensiones) están valorados a precio de mercado y gestionados en nombre de los inversores. Los agentes de la IFNB tienen como objetivo intermediar entre los emisores de valores y los inversores finales. Así, transmiten las preferencias de los inversores al mercado subyacente y trasladan los movimientos de precios a sus inversores. Tales mecanismos no han de ser percibidos como perjudiciales, aunque puedan tener efectos externos sobre otros

operadores del mercado. Al contrario, tal intermediación es necesaria para que el sistema financiero lleve a cabo una de sus funciones económicas primordiales: la valoración del riesgo. Asimismo, los reguladores deben tratar de forma prioritaria aquellos casos en los que las características del sistema generan una excesiva volatilidad. También implica que podrían darse casos en los que impactos en las valoraciones intrínsecas de los instrumentos financieros pudiesen dar lugar a problemas que afecten a toda la economía, incluso si el sector de la IFNB operase según lo esperado. Por tanto, esto podría llevar, en ocasiones excepcionales, al uso de instrumentos de política monetaria no convencionales y crear problemas de riesgo moral. Ese debate queda fuera del alcance de este documento

El presente documento se centra en la industria de gestión de activos. Hasta ahora, el trabajo internacional se ha centrado, por una parte, en el riesgo de liquidez de los fondos del mercado monetario y, por otra, en los fondos abiertos (actualmente existe una corriente de trabajo dedicada al apalancamiento en la IFNB, otro aspecto fundamental de la estabilidad macroprudencial). A pesar de la heterogeneidad del amplio abanico de productos de la industria de gestión de activos, estos trabajos dan lugar a dos conclusiones principales:

Primero, los fondos de inversión deben ser reconocidos y entendidos como productos de inversión, en el sentido de que los inversores soportan los riesgos económicos asociados con los activos subyacentes. Cualquier característica contractual que genere expectativas diferentes a los inversores probablemente provocará una volatilidad excesiva debido al arbitraje por parte de los inversores. Este es el caso particular de las técnicas de suavización del valor actual neto o NAV ('contabilización a coste amortizado') de ciertos tipos de fondos del mercado monetario, que generan confusión al hacer que los productos de inversión sean contractualmente comparables con los depósitos a la vista, aunque la promesa contractual no tenga coherencia interna (considerando que los inversores siguen teniendo que asumir todos los riesgos de los activos). En términos más generales, cualquier mecanismo que pueda crear una ventaja para aquel que haga el primer movimiento de reembolso al no traspasar adecuadamente a los inversores el coste total de sus decisiones, conduciría a tales problemas.

Segundo, los fondos de inversión deben garantizar que sus promesas a los inversores son coherentes con sus políticas de inversión y adaptadas a sus inversores. En especial, aquellos fondos que invierten en activos no líquidos deben estructurarse de una forma que refleje tal falta de liquidez. Además, debe existir una gran variedad de herramientas para gestionar situaciones de estrés de liquidez para garantizar que los gestores tienen la capacidad de actuar en el mejor interés de sus inversores en todo momento.

Estos aspectos no son nuevos para los reguladores de los mercados de valores, ya que son cruciales para la protección de los inversores. EL FSB realizó un avance decisivo en su informe de situación de 2022<sup>1</sup> con el concepto de la «reutilización de herramientas ya existentes». La idea de este concepto es que los requisitos *ex ante* pretenden asegurar que los inversores sean tratados de forma equitativa y les brinde una promesa contractual con coherencia interna –un principio que debería ser familiar para todos los reguladores de mercados de valores–, a la vez que encare en gran medida las inquietudes sobre estabilidad financiera. La FMA, la AMF, la CONSOB y la CNMV apoyan firmemente esta posición.

---

<sup>1</sup> [FSB Enhancing the Resilience of the Non-Bank Financial Intermediation – Progress Report November 2022](#)

Inversamente, en su informe de efectividad de 2022<sup>2</sup>, el FSB reconocía que los requisitos regulatorios anticíclicos, tales como los colchones de liquidez, podrían tener consecuencias inesperadas y dar pie a comportamientos procíclicos por parte de los inversores y gestores. La FMA, la AMF, la CONSOB y la CNMV respaldan la opinión de 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. Esta preocupación no es completamente nueva en el universo del sector bancario, donde existe un gran debate sobre la «usabilidad» de los colchones, pero es incluso más aguda en el sector de la gestión de activos, en el que una piedra angular es el deber fiduciario. 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.

En su lugar, una combinación de requisitos ex ante sobre liquidez y apalancamiento y una amplia disponibilidad de herramientas de gestión de liquidez (LMTs por sus siglas en inglés) para ser utilizadas por los gestores de activos en el mejor interés de los inversores, con la intervención de las autoridades únicamente en los casos más extremos, parecería por tanto el mejor camino a seguir. Estas herramientas y requisitos también resultan ser relevantes al abordar las preocupaciones más tradicionales de los reguladores de los mercados de valores, aunque también deberían basarse explícitamente en el mandato de estabilidad financiera que ya rige en la mayoría de estos reguladores.

### **Siguientes pasos a nivel europeo**

Desde nuestro punto de vista, existen cuatro prioridades destacables:

La primera es asegurar una amplia disponibilidad y una mayor utilización de LMTs en todo tipo de fondos abiertos. La reciente revisión de la AIFMD-UCITS permitirá un avance significativo en este aspecto, haciendo que las LMTs más habituales estén disponibles en todos los Estados miembros, aunque las medidas de nivel 2 correspondientes a la utilización de tales herramientas están aún en proceso de elaboración. Puesto que los gestores de activos son muy reacios a adoptar las LMTs, es fundamental asegurarse que éstas se calibran adecuadamente para que sean efectivamente utilizadas. Sin embargo, el uso de LMTs no puede sustituir la necesidad de ofrecer condiciones de reembolso apropiadas alineadas con la naturaleza o situación de liquidez de los activos del fondo. Con este cometido, deberán aplicarse plenamente las recientes recomendaciones del FSB<sup>3</sup> sobre condiciones para reembolso de fondos abiertos, en particular aquellas relacionadas con fondos ELTIF.

La segunda está relacionada con la revisión del Reglamento europeo de fondos del mercado monetario (RFMM). La prioridad clave de esta revisión debería ser la retirada de cualquier ventaja derivada de ser el primero en solicitar un reembolso y de cualquier confusión con los depósitos a la vista/bancarios a través de la prohibición de la contabilización a coste amortizado (tanto para fondos con Volatilidad Reducida del Valor Neto de los Activos (LVNAV, por sus siglas en inglés) como para los

---

<sup>2</sup> [FSB Assessment of the Effectiveness of the FSB's 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds – December 2023](#)

<sup>3</sup> [FSB Revised Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds – December 2023](#)

regidos por el Valor Neto Constante de los Activos (CNAV)). Estas técnicas de suavización del valor neto de los activos, (NAV) son intrínsecamente perjudiciales para la estabilidad financiera al proporcionar información falsa a los inversores haciéndoles creer que cuentan con un compromiso contractual de estabilidad del valor neto de los activos, sea cual sea el valor de los activos subyacentes. Si ese fuera el caso, el fondo actuaría como un depósito y debería regularse como tal. El otro elemento clave debería ser la revisión al alza de los requisitos de liquidez. Este incremento debería ser moderado para fondos VNAV, puesto que los ajustes de precio crearán un incentivo natural para limitar la presión de reembolsos. Los requisitos de liquidez deberían continuar expresándose en términos de efectivo y sin entremezclarse con activos menos líquidos como la deuda pública.

Desde un punto de vista más estrictamente macroprudencial, deberían explorarse dos prioridades clave:

La UE se beneficiaría enormemente de la introducción de un enfoque supervisor verdaderamente consolidado para grandes grupos transfronterizos de gestión de activos. La estructura de tales grupos ha evolucionado y ya es común tener a equipos de gestión de carteras, equipos de gestión de riesgo, y fondos supervisados por distintas autoridades nacionales competentes (ANC), en países diferentes, lo cual conlleva problemas de coordinación. Esto es especialmente relevante en momentos de estrés, requiriendo una colaboración estrecha entre autoridades supervisoras y gestores de activos. Asimismo, también es relevante fuera del contexto de una crisis. Por ejemplo, es de esperar que los gestores de activos con una mayor presencia en el mercado muestren una correlación en su comportamiento de inversión entre diferentes fondos –a pesar de que esos fondos sean gestionados para inversores con diferentes perfiles de inversión. Desde el punto de vista de la supervisión, sería muy beneficioso poder evaluar la exposición al riesgo al nivel de todos los fondos gestionados por un determinado gestor de activos.

En la práctica, un enfoque supervisor consolidado debería contar con un colegio de supervisores que incluya a las ANC relevantes y a ESMA (y posiblemente al BCE como observador). Las principales responsabilidades de dicho colegio de supervisores serían: i) comprender la exposición general al riesgo del grupo; ii) evaluar la solidez de los marcos de gestión de riesgos dentro del grupo; y iii) realizar pruebas de resistencia a escenarios de estrés económico para determinar la resistencia del grupo de gestión de activos y de cada uno de sus fondos. Las pruebas de resistencia podrían ser definidas por ESMA, además de poder recomendar la utilización de poderes *ex ante* –como los indicados en el artículo 25 de la Directiva de Gestores de Inversión Alternativa (AIFMD) sobre límites al apalancamiento.

Para garantizar la implementación efectiva de decisiones transversales adoptadas por el colegio de supervisores, se debería designar una “ANC principal” para cada grupo (p.ej., la autoridad reguladora o la autoridad en cuya jurisdicción haya mayores activos bajo gestión. Las acciones de coordinación no interferirían con los poderes otorgados a cada ANC por los textos legales europeos. Tal enfoque consolidado debería basarse en determinados requisitos regulatorios, p. ej., reconociendo acuerdos de prestación de servicios intragrupo, de modo que se proporcione algún beneficio a los gestores como contrapartida.

La segunda prioridad debería ser abordar los problemas sobre intercambio de datos.

En algunos Estados miembros, los bancos centrales recogen datos para elaborar estadísticas monetarias sin fácil acceso por parte de los supervisores del mercado. Por otro lado, algunos supervisores de mercado están en proceso de enriquecer sus propios informes nacionales, lo que podría implicar un coste adicional para los gestores de activos (en una minoría de Estados miembros,

como España e Italia, los supervisores del mercado de valores ya tienen datos mensuales detallados sobre las carteras), pero es posible que los datos permanezcan profundamente fragmentados salvo que se busque activamente un planteamiento de supervisión más centralizado. El objetivo debería ser tener un único *hub* de datos que incluya tanto datos de valoración como granulares de las carteras, plenamente disponibles para las ANC relevantes (aquellas que participan en los colegios de supervisores) y también para el BCE (estos datos también pueden ser útiles para realizar pruebas de resistencia en el sector bancario y de seguros). Esperamos ver cierto progreso en esta dirección en relación con las nuevas obligaciones de reporte de la AIFMD y la Directiva UCITS, y el impulso al intercambio y la reutilización de datos a nivel de las autoridades competentes europeas, que podría resultar de la propuesta recientemente publicada por la Comisión Europea.

Por último, abundando sobre estos acuerdos de intercambio de datos, también deben preverse pruebas de resistencia del sistema en su conjunto para comprender mejor las vulnerabilidades de cada grupo de gestión de activos y sus interconexiones con otros participantes en el sistema financiero. Estas pruebas de resistencia deberían realizarse de forma coordinada con la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB). Se considera que sus resultados serán de gran valor en el proceso de toma de decisiones de los gestores de activos con respecto a la aplicación de LMTs, así como por parte de las autoridades competentes a la hora de cuestionar tales decisiones desde una perspectiva supervisora.