# Documento de IOSCO a consulta pública sobre el apalancamiento en instituciones de inversión colectiva. Febrero 2019.

En enero de 2017, el Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board* y, en adelante, – FSB -) publicó el documento titulado *"Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities"* en el que se establecían 14 recomendaciones estratégicas para abordar vulnerabilidades estructurales en las actividades de gestión de activos (vulnerabilidades en la inversión colectiva).

Estas 14 recomendaciones abordan específicamente los posibles riesgos sistémicos asociados con determinadas vulnerabilidades derivadas de la actividad de la gestión de activos. Las amenazas detectadas están relacionadas fundamentalmente con los desfases de liquidez entre las instituciones de inversión colectiva (IIC) y los términos y condiciones de los reembolsos en las participaciones y acciones de IIC abiertas, el apalancamiento dentro de las IIC, los riesgos operacionales en el traspaso de mandatos de gestión en situaciones de estrés y las actividades de préstamo de valores por parte de los gestores y las IIC. De todas estas recomendaciones, las relativas al apalancamiento son consideradas como las más relevantes.

El documento original en inglés hace referencia a "fondos de inversión". No obstante, se ha optado por traducirlo como "instituciones de inversión colectiva" ya que, como indica el documento original, el ámbito de aplicación incluye tanto las IIC tradicionales (fondos de inversión y SICAV) como las instituciones de inversión inmobiliarias y de inversión libre o las que invierten en materias primas.

De las mencionadas 14 recomendaciones, la 10, 11 y 12 abordan el apalancamiento y, en este contexto, el citado informe del FSB encomendaba a IOSCO el desarrollo de estas recomendaciones y, en particular, de las recomendaciones 10 y 12.

Estas 3 recomendaciones establecían lo siguiente:

*Recomendación 10*: IOSCO debe identificar y desarrollar medidas consistentes de apalancamiento que faciliten el control de su nivel con fines de estabilidad financiera y permita la comparación directa entre fondos a nivel global. IOSCO debe considerar también el desarrollo de otras medidas complementarias basadas en riesgo.

En el desarrollo de estas medidas se deben considerar las compensaciones por "neteo" y "cobertura" ("netting" y "hedging", en su terminología inglesa).

*Recomendación 11*: Las autoridades deben recopilar datos del nivel de apalancamiento en los fondos y controlar su nivel en aquellos fondos no sujetos a límites o que puedan contribuir a generar riegos significativos para el sistema financiero.

*Recomendación 12*: IOSCO debe recabar datos agregados a nivel nacional/regional sobre el nivel de apalancamiento en las distintas jurisdicciones en base a las medidas que desarrolle.

Con el objeto de cumplir con la **Recomendación 10 del informe del FSB**, IOSCO ha elaborado un informe ("IOSCO Report: Leverage"), que se centra exclusivamente en esta recomendación y se somete a consulta pública hasta el 1 de febrero de 2019, con el objetivo principal de obtener una metodología universal para el cálculo del apalancamiento.

El informe destaca que el uso del apalancamiento por parte de las IIC conlleva riesgos potenciales tanto para los inversores como para los mercados financieros. Aunque el apalancamiento puede amplificar los rendimientos de las IIC también puede aumentar las pérdidas. Su uso también puede, en determinadas circunstancias, perjudicar el funcionamiento adecuado de los mercados a través de diferentes canales de contagio. De ahí el interés de los reguladores y supervisores de los mercados de valores en el seguimiento de su uso y medición por parte de las IIC.

Este documento, además de los objetivos que se establecen en dos fases y que se describen a continuación, contiene un total de 27 preguntas cuyas respuestas por parte del sector ayudarán a la elaboración de un marco que facilite a los reguladores y/o supervisores de los mercados de valores el cálculo y el análisis del apalancamiento en las IIC de manera global.

Para ello se pretende establecer un marco lo más homogéneo y consistente posible que facilite su cálculo y análisis. Asimismo, este marco debe permitir la comparación de los resultados entre las diferentes jurisdicciones. A este respecto hay que tener en cuenta que aunque varias jurisdicciones, como Estados Unidos o Estados miembros de la Unión Europea, tienen establecidos requisitos detallados de reporte de datos sobre el apalancamiento, otros no los tienen o los tienen en una medida que no permite su comparabilidad con otras jurisdicciones.

Este trabajo se ha acometido a petición del FSB y, por tanto, se centra en el riesgo potencial que puede originarse desde las IIC si estas incumplen sus obligaciones de pago frente a las contrapartidas. Es decir, la medida se centra en medir el posible riesgo sistémico que se podría originar en el ámbito de las IIC que pueda contagiar al resto del sistema financiero por el impacto que el incumplimiento de sus obligaciones tendría sobre las entidades financieras que actúan como contrapartida.

Para llevar a cabo esta tarea, el documento a consulta propone un análisis en dos fases:

– La primera debe permitir a los reguladores identificar aquellas IIC que puedan suponer un riesgo para la estabilidad financiera a través de una serie de metodologías propuestas. Este primer paso sería un filtro que permita excluir las IIC con pocas probabilidades de trasmitir riesgos al sector.

– La segunda fase consistirá en un análisis basado en riesgo de aquellas IIC detectadas en la primera fase. Las medidas y análisis necesarios para esta fase los determinará cada jurisdicción en base a las características y estrategias de las IIC analizadas. Por tanto, IOSCO no va indicar qué medidas o herramientas son necesarias para este análisis dejando plena libertad a cada jurisdicción para ello.

El documento se centra principalmente en la primera fase y pide, asimismo, opinión al sector sobre la segunda fase así como sobre la forma de articular ambos procesos. Para ello, se ha intentado encontrar una metodología aplicable, con independencia de la estrategia o métodos de apalancamiento utilizados por las IIC, que no esté basada en riesgos y que facilite la identificación de aquellas que puedan suponer un riesgo para la estabilidad financiera.

Se proponen las siguientes metodologías:

– GNE (Gross Notional Exposure). Consiste en la suma de los nominales de todos los contratos de derivados en valor absoluto.

– GNE+ (Gross Notional Exposure ajustado). Considera las compensaciones por la delta en las opciones y por la duración en los instrumentos de renta fija. Dentro de estos últimos ajustes de duración se plantean dos posibilidades, o bien establecer la equivalencia de todos los contratos con el bono a 10 años (sistema americano), o bien con respecto a la duración objetiva del fondo (sistema europeo).

– NNE (Net Notional Exposure). Permite el neteo entre posiciones largas y cortas. En este punto también se menciona la posibilidad de usar una metodología asimilable a UCITS que permita el neteo entre tramos de duraciones, o bien "netear" las posiciones equivalentes al bono a 10 años.

Por otra parte, el documento propone realizar el cálculo clasificando por tipos de activo (renta variable, derivados sobre renta variable, renta fija, derivados de crédito, commodities, etc.) y desglosado en posiciones largas o cortas en vez de calcular un único dato. Esto podría permitir a los reguladores y supervisores de los mercados de valores distinguir entre las IIC expuestas a activos con un alto riesgo de aquellas otras con un menor riesgo.

En el documento se presentan modelos de reporte para las tres medidas. En las tres se clasifican los derivados en función del subyacente en distintas categorías (equity, credit, foreign exchange, interest rate, commodity, other, etc.). Dentro de cada categoría, se debe incorporar el dato del GNE, GNE+ o NNE, distinguiendo entre posiciones cortas y largas.

No obstante lo anterior, IOSCO admite que estas medidas por si solas no muestran necesariamente toda la información necesaria que permita al regulador o supervisor del mercado de valores filtrar e identificar aquellas IIC que puedan suponer riesgos relevantes para la estabilidad financiera. Por ejemplo, el NNE podría complementar el resultado obtenido usando el GNE o el GNE+. En consecuencia, el documento propone una serie de datos que podrían complementar los resultados ya obtenidos como puede ser el porcentaje de la cartera en

largo y en corto, la existencia de colaterales, el porcentaje de efectivo, el tamaño de la IIC o realizar un análisis en términos de VaR.

La segunda fase, por su parte, consistiría en el análisis más detallado de aquellas IIC detectadas como posible fuente de riesgo sistémico en la primera fase. De esta manera, lo que se pretende es realizar un análisis basado en riesgo que mitigue las limitaciones inherentes a la metodología aplicada anteriormente. Al respecto IOSCO ha detectado ciertos riesgos comunes a todas las jurisdicciones como son el de contraparte y el de mercado. En este contexto, serán los reguladores o supervisores de los mercados de valores quienes, a su propia discreción, decidan qué IIC pasan a esta segunda fase así como qué metodología y análisis se van a llevar a cabo. Para ello, el regulador o supervisor del mercado de valores podrá tener en cuenta, entre otros factores, el tamaño de la industria, las características y facultades del regulador y/o supervisor así como la existencia de otros reguladores nacionales con competencias en aspectos relacionados con el apalancamiento.

**Enlace de interés**:

IOSCO Consultation Paper on Leverage