Informe Final de IOSCO sobre herramientas anti-dilutivas de gestión de la liquidez en los organismos de inversión colectiva

Marzo 2024

En diciembre de 2023 la Organización Internacional de Comisiones de Valores («IOSCO», por su acrónimo en inglés) publicó un Informe sobre las herramientas anti-dilutivas para la gestión del riesgo de liquidez en los organismos de inversión colectiva.

Con anterioridad, en 2021 IOSCO y el Consejo de Estabilidad Financiera ("FSB", por su acrónimo en inglés) analizaron conjuntamente el riesgo de liquidez y su gestión en los fondos abiertos ("OEFs", por su acrónimo en inglés)1 durante las turbulencias del mercado inducidas por la COVID-19. Ambos organismos concluyeron que, si bien la «carrera por el efectivo» fue uno de los principales impulsores de los reembolsos de los OEFs y de las decisiones de los gestores de fondos de vender activos en marzo de 2020, es difícil determinar en qué medida el potencial desajuste de liquidez contribuyó a la tensión del mercado. En situaciones en las cuales una valoración adecuada de los activos y el uso de herramientas de gestión de liquidez («LMTs», por su acrónimo en inglés) no son suficientes para eliminar el desajuste de liquidez, los inversores que reembolsen primero las participaciones de sus fondos podrían obtener una ventaja en relación con los inversores que permanecen en el fondo. Paralelamente, el Comité de Evaluación de IOSCO llevó a cabo en 2022 una revisión temática en la que analizó en qué medida los miembros de IOSCO estaban aplicando medidas que tenían en cuenta las Recomendaciones de IOSCO sobre la gestión del riesgo de liquidez2. En 2022 el FSB llevó a cabo una evaluación de sus Recomendaciones de 2017 en relación con los riesgos para la estabilidad financiera derivados del desajuste de liquidez3. En su informe este organismo señaló que había una variación sustancial en la forma en que se estaban aplicando las LMTs. Es más, tanto el FSB como IOSCO, observaron que había margen para una mayor adopción de las LMTs.

En situaciones en las que los inversores de los OEFs no asumen los costes de liquidez asociados a las suscripciones o reembolsos de sus fondos, se podría perjudicar al resto de inversores, lo que afectaría negativamente a la protección de los inversores y a la estabilidad financiera. Las LMTs pueden mitigar esos efectos en la medida en que trasladen los costes de liquidez a los inversores que reembolsan, mediante un ajuste en el precio al que realizan las transacciones. En la evaluación del FSB se destacó específicamente la necesidad de incluir las LMTs en los documentos constitutivos de la OEFs (como folletos y documentos de oferta) y promover su uso tanto en condiciones normales como en situaciones de estrés en los mercados.

A partir de los comentarios recibidos al Informe de Consulta publicado el 5 de julio de 2023 y con el fin de promover el uso de LMTs, el Informe Final de IOSCO proporciona orientación a las entidades responsables sobre la aplicación de LMTs.

Al mismo tiempo, en diciembre de 2023 el FSB ha publicado un Informe con una revisión de sus

Recomendaciones de 2017 para hacer frente a las vulnerabilidades estructurales derivadas del desajuste de liquidez en los OEFs4.

La gestión de la liquidez es un elemento esencial para el funcionamiento de los OEFs y para la salvaguarda y protección a los inversores. Estos fondos, en general, ofrecen liquidez a corto plazo (a veces diaria) a sus inversores, aunque la liquidez de los activos en los que invierten varía en los distintos OEFs y a lo largo del tiempo. Cuando un inversor suscribe o solicita el reembolso de un OEF lo hace al valor activo neto (NAV, por su acrónimo en inglés) por acción o participación. Sin embargo, el NAV no siempre refleja los costes implícitos o explícitos de las transacciones, lo que puede suponer que el coste de proporcionar liquidez a los inversores que solicitan el reembolso podría ser soportado por aquellos inversores que permanecen en el fondo, debido a que el valor de sus participaciones puede verse diluido por los costes de transacción.

Esa dinámica puede afectar a la estabilidad financiera cuando los inversores de OEFs que actúan primero tienen incentivos a obtener una ventaja (lo que se conoce como "first mover advantage", por su terminología en inglés) si solicitan el reembolso de forma anticipada ante la expectativa de que los inversores que permanecen en el fondo soporten los costes de transacción. Esto puede producirse en aquellos OEFs que invierten en activos poco líquidos y que tienen periodos cortos de preaviso o de reembolso, lo que puede ocasionar un desajuste entre la liquidez de los activos y la de los OEFs, sobre todo en situaciones de estrés en los mercados. Si bien es difícil cuantificar su efecto, este comportamiento de los inversores puede llevar a un aumento de los reembolsos y, como consecuencia de ello, a un aumento de la venta de activos para hacer frente a dichos reembolsos, que puede contribuir a un aumento de la volatilidad de los mercados y afectar al precio de los activos.

Para evitar esos ajustes en la gestión de la liquidez en este tipo de fondos el Informe de IOSCO incluye recomendaciones sobre el diseño y uso de LMTs así como la supervisión por parte de los administradores de fondos/gestores y depositarios, detalla la información que debe facilitarse a los inversores en cuanto al uso de estas herramientas y, por último, ofrece orientación sobre medidas para superar las barreras o elementos que pueden desincentivar el uso de las LMTs.

[1] Un OEF es un organismo de inversión colectiva registrado/autorizado que concede derechos de reembolso a sus inversores sobre sus activos, en función de su valor liquidativo, de forma periódica durante su vida útil, en muchos casos a diario, aunque puede ser con menos frecuencia.

[2] FR13/22 Thematic Review on Liquidity Risk Management Recommendations (iosco.org)

[3] Assessment of the Effectiveness of the FSB's 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds

[4] Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds – Financial Stability Board (fsb.org)

Pregunta
¿Cómo diseñar y usar herramientas de gestión de liquidez?

Respuesta
En las guías 1, 2, 3 y 4 se señala que las entidades responsables de la gestión de los OEFs deben establecer sistemas, procedimientos y controles internos adecuados para el diseño y el uso de LMTs, en los que se determinen: (i) los tipos de LMTs; (ii) una adecuada calibración de los costes de liquidez; (iii) los umbrales de activación de las LMTs; (iv) la gobernanza y (v) la información que se debe facilitar a los inversores. Además, las entidades responsables deben poder demostrar a las autoridades cómo se aplica el marco antes mencionado.

Entre las herramientas que se emplean para gestionar la liquidez en los OEFs, IOSCO ha identificado cinco: i) precio variable (o *swing pricing* por su denominación en inglés), en el que el NAV se ajusta aplicando un factor que refleja el coste de la liquidez; ii) valoración a precios de compra o venta (precios *bid/ask*, por su

denominación en inglés), en el que el precio del NAV se calcula no al precio medio sino al precio de compra o venta, dependiendo de los flujos netos del fondo (es decir, de si hay más suscripciones o reembolsos); iii) precios duales (*dual price*, por su denominación en inglés)[5], en el que se calculan dos NAV, uno para las suscripciones y otro para los reembolsos, que reflejan los precios de oferta y demanda; iv) gravamen o comisión anti-dilutiva (*anti-dilution levy,* por su denominación en inglés), en el que se añade o deduce del NAV una comisión variable o gravamen en beneficio del fondo y v) comisiones de suscripción/reembolso[6], en los que se deduce del NAV una comisión fija en caso de suscripción o reembolso.

Aunque, en general, las LMTs atribuyen el coste estimado de la liquidez a los inversores que realizan las transacciones ajustando el NAV del fondo o el precio final que reciben dichos inversores, su uso en los OEFs varía en lo que se refiere a su calibración y capacidad de respuesta ante cambios en la situación del mercado. Para la calibración de los costes de liquidez se deben considerar tanto los costes de transacción implícitos como explícitos de las suscripciones y reembolsos, incluido cualquier impacto significativo en el mercado ocasionado por las operaciones de compra/venta para hacer frente a los mismos. Dado que los diferenciales entre la oferta y la demanda y el impacto en el mercado no pueden calcularse ex ante, se propone que el coste total de la liquidez sea calculado en la medida de lo posible.

En la guía 4 se expone que, en caso de que las entidades establezcan un límite o umbral a partir del cual se aplican las medidas anti-dilutivas, se debe tratar de evitar que tenga un impacto significativo en la dilución del fondo. Para ello, se deben tener en cuenta factores como el tamaño de los activos bajo gestión y las características de la cartera (incluida la estrategia de inversión y la liquidez de los activos), el coste estimado de la liquidez, el perfil del inversor y los flujos históricos de fondos. Si el umbral establecido es demasiado bajo, podría crear costes innecesarios, tanto para los inversores que realizan transacciones como para los que permanecen en el fondo y aumentar la volatilidad del valor liquidativo del OEF. Como alternativa, se propone que se tome en consideración el coste de liquidez estimado de los activos en los que invierte el OEF. Por ejemplo, en momentos de tensión en el mercado y cuando ese coste de liquidez estimado supere un nivel predeterminado, la LMT se activará independientemente de la cantidad total de flujos del fondo (suscripciones/reembolsos). Por último, se señala que el umbral o límite de aplicación de la LMT se revise de forma continua, teniendo en cuenta la evolución de las condiciones del mercado.

[5] Liquidez de Fondos Abiertos y Gestión de Riesgos – Buenas Prácticas y Temas a Considerar en https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD591.pdf Págs. 22 a 30.

[6] El uso de este tipo de comisiones en beneficio del fondo para cubrir el coste de liquidez es más habitual en el caso del reembolso debido a que el fondo tiene la obligación de cumplir con los pagos de reembolso dentro de un plazo limitado, mientras que el tiempo disponible para que el administrador del fondo gestione las adquisiciones de la cartera para reducir la posible dilución de las suscripciones es más flexible. Sin embargo, en el caso de una suscripción de un volumen elevado, que pueda tener un impacto significativo en la dilución del fondo, se señala que también deben utilizar LMTs, como una comisión de suscripción para atribuir el coste de la liquidez a los inversores que realizan la transacción con el fin de salvaguardar los intereses de los inversores restantes.

Pregunta
¿Cómo debe ser la gobernanza y supervisión de las LMTs?

Respuesta
Un aspecto clave de las LMTs es la gobernanza y supervisión por parte de los administradores de fondos, gestores y depositarios. En la guía 5 se establecen directrices y se recomienda la creación de un comité interno de gobernanza[7] cuyos miembros participen en la toma de decisiones sobre el uso de las LMTs. Su composición debe tener en cuenta las características y perfil del OEF (estrategia de inversión, perfiles de los inversores, naturaleza, tamaño y complejidad). Dicho comité debería llevar a cabo revisiones ex ante y ex post sobre el uso y la calibración de las LMTs con una frecuencia suficiente, teniendo en cuenta la periodicidad de reembolso del fondo, y hacerlo de manera documentada, informando de ello a la alta dirección/consejo de administración de

la gestora del fondo. Cuando un tercero externo, como el depositario o un auditor, lleve a cabo funciones de supervisión de los procesos de valoración, fijación de precios y negociación, también debe llevar a cabo una revisión periódica de los procesos relativos al uso de las LMTs.

[7] Dependiendo de la estructura de la organización corporativa, las entidades responsables pueden adoptar otros acuerdos de gobierno corporativo, por ejemplo, que sea el consejo de administración o un comité existente el que supervise la gestión del riesgo de liquidez y/o la fijación de precios de los fondos.

Pregunta
¿Cómo divulgar información sobre el uso de LMTs a los inversores?

Respuesta
En la guía 6 se establece que las entidades deben publicar información clara sobre los objetivos y el funcionamiento (incluidos el diseño y el uso) de las LMTs con el fin de que los inversores puedan tener en cuenta el coste de la liquidez en sus decisiones de inversión y evitar efectos indeseados, como reembolsos preventivos, que podrían reducir la eficacia de las medidas y afectar tanto a la protección de los inversores como a la estabilidad financiera. La divulgación periódica de información ex post sobre la utilización de LMTs podría beneficiar tanto a los inversores, que pueden evaluar el coste de reembolso o suscripción del fondo en distintas situaciones de mercado, como a la capacidad de supervisión por parte de las autoridades u otras partes interesadas.

Pregunta
¿Cómo superar las barreras y desincentivos a la aplicación de LMTs?

Respuesta
Por último, el Informe ofrece recomendaciones para superar las barreras estructurales u operativas así como las percepciones negativas en el mercado que pueden desincentivar la aplicación de LMTs. El uso adecuado y ordenado de estas medidas, así como la divulgación de información a los inversores, pueden contribuir a eliminar esos obstáculos. Algunos gestores de fondos consideran que la aplicación de LMTs podría también tener efectos positivos en el rendimiento de los fondos, lo que puede conducir en la práctica a una estandarización y automatización de los procesos relacionados con su uso. También se apunta que las entidades responsables pueden contribuir a su utilización educando a los inversores; a través de una comunicación más estrecha con los intermediarios y los proveedores de servicios, como los administradores, en el diseño y aplicación efectiva de las medidas; así como mediante una revisión continua de su aplicación con el fin de informar sobre posibles mejoras en su efectividad. Asimismo, mediante el diálogo entre las entidades responsables y las autoridades supervisoras se pueden identificar obstáculos regulatorios u otros, que puedan dificultar el uso efectivo de las medidas, con el fin de proponer soluciones a los mismos.

Enlaces de interés:

FR15/23 Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes (iosco.org)

CR03/2023 Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes (iosco.org)

FR13/22 Thematic Review on Liquidity Risk Management Recommendations (iosco.org)

Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds – Financial Stability Board (fsb.org)

Assessment of the Effectiveness of the FSB’s 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds

FR02/2018 Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration (iosco.org)