Informe de Evaluación de la Efectividad de las Recomendaciones de 2017 del FSB sobre la Gestión del Desajuste de Liquidez de los Fondos Abiertos

Abril 2023

En 2017, el Consejo de Estabilidad Financiera («Financial Stability Board» o «FSB», por sus siglas en inglés) publicó las Recomendaciones para Atajar las Vulnerabilidad Estructurales de las Actividades de Gestión de Activos («Recomendaciones" del FSB), que incluían los desajustes de liquidez en fondos abiertos («Open Ended Funds» o «OEF», por sus siglas en inglés).Tomando en consideración la mayoría de estas recomendaciones IOSCO emitió en 2018 las Recomendaciones sobre Gestión del Riesgo de Liquidez para Instituciones de Inversión Colectiva.El Informe **Evaluación de la Efectividad de las Recomendaciones de 2017 del FSB sobre la Gestión del Desajuste de Liquidez de los Fondos Abiertos** ("el Informe") publicado el pasado 14 de diciembre de 2022 forma parte de su plan de trabajo para evaluar la resiliencia del sector de intermediación no financiera. Este informe se ha llevado a cabo al tiempo que la revisión por parte de IOSCO de sus recomendaciones de 2018, y en él se han analizado la puesta en práctica y efectividad de las recomendaciones emitidas por el FSB en 2017.

La sección 2 del Informe describe el enfoque analítico utilizado en el ejercicio. Las secciones 3 a 6 agrupan las Recomendaciones en cuatro áreas (reducir el desajuste de liquidez estructural; reducir los efectos amplificadores y de transmisión mediante el uso de herramientas de gestión de liquidez; mejorar la información regulatoria, la disponibilidad de datos y la revelación de información; y asegurar la adecuación de las pruebas de tensión) y describen el estado de implementación y los resultados del análisis de su efectividad. A partir de los hallazgos, la sección 7 presenta un conjunto de implicaciones de política, mientras que la sección 8 concluye con los próximos pasos del FSB e IOSCO para mejorar las recomendaciones internacionales existentes y la guía para atajar el desajuste de liquidez en los OEF.

En el informe sobre las Recomendaciones de 2017 el FSB apuntaba, entre otros aspectos, que una vulnerabilidad estructural de los OEF es el potencial desajuste entre la liquidez de los activos de los fondos y la frecuencia de la liquidez ofrecida a los inversores. Estos fondos ofrecen liquidez a corto plazo (a menudo con frecuencia diaria), por lo que, ante un deterioro de las condiciones del mercado de los activos del fondo, algunos inversores podrían solicitar el reembolso de sus participaciones, por lo que contarían con una ventaja en relación con los inversores que permanecen en el fondo, quienes tendrían que soportar el coste asociado a la venta de activos para hacer frente a los reembolsos. En la medida en que no existan herramientas apropiadas para la gestión de la liquidez que eliminen estas expectativas, la ventaja de los inversores que solicitan primero el reembolso puede dar lugar a un aumento de los reembolsos, sobre todo en situaciones de tensión en los mercados. La venta de activos para hacer frente a dichos reembolsos puede ocasionar una mayor volatilidad en los mercados lo que podría tener un efecto de expulsión no deseado.Para hacer frente a esas vulnerabilidades, el FSB emitió las Recomendaciones de 2017 en las que pretendía reforzar las obligaciones de información para facilitar la evaluación del riesgo de liquidez en los OEF; promover la gestión de la liquidez, en el momento de diseño del fondo así como durante la vida del fondo; aumentar la disponibilidad y uso de herramientas para gestionar la liquidez, tanto en situaciones normales, como en momentos de tensión en los mercados; y promover la realización de pruebas de tensión de los fondos y del sistema en su conjunto.

Principales hallazgos

El análisis llevado a cabo apunta a que, si bien se ha producido un avance significativo en la implementación de las recomendaciones del FSB de 2017, las lecciones aprendidas desde su publicación, incluyendo las situaciones de tensión de los mercados en marzo de 2020, sugieren que son necesarias mejoras en cuanto a la claridad y especificidad de los objetivos que se pretenden para aumentar su efectividad desde una perspectiva de estabilidad financiera.

Reducción del desajuste de liquidez estructural

Si bien muchas jurisdicciones han implementado medidas regulatorias relativas a, por un lado, la consistencia entre los activos de los fondos y sus estrategias de inversión y, por otro, los términos y condiciones para los reembolsos, aún existen diferencias en cuanto a los niveles de especificidad de dichas medidas en las distintas jurisdicciones. En términos de reducción de los desajustes estructurales de liquidez, el informe señala que no se ha observado una reducción significativa desde que se emitieron las Recomendaciones, lo que podría tener un impacto potencial en la vulnerabilidad del sector de OEF, que ha experimentado un crecimiento en términos absolutos.

Reducción de los efectos amplificadores y de transmisión mediante el uso de Herramientas de Gestión de la Liquidez

Muchas jurisdicciones permiten a los gestores de OEF utilizar una amplia gama de Herramientas de Gestión de Liquidez («Liquidity Management Tools», o «LMT» por sus siglas en inglés) y la información disponible indica que se ha producido un aumento gradual de su inclusión en los documentos constitutivos de los fondos desde que se publicaron las recomendaciones. El uso de LMT se incrementó fundamentalmente durante los episodios de tensión en los mercados motivados por la crisis del COVID-19 y el aumento de las solicitudes de reembolso, especialmente de fondos de bonos corporativos. No obstante, los datos disponibles apuntan diferencias materiales en cuanto a los factores considerados por los fondos de bonos corporativos que utilizan precios variables en el cálculo del valor liquidativo ("swing pricing" en inglés).Se indica que aún es posible avanzar en la puesta en práctica de herramientas, especialmente las anti-dilutivas, que trasladen el coste de la liquidez a los inversores que soliciten el reembolso, tanto en situaciones normales como en momentos de tensión de los mercados. Asimismo, se observa que, aunque existan LMT disponibles, puede haber factores como costes, riesgos reputacionales o de competitividad, que podrían desincentivar su uso por parte de los gestores de los fondos o su inclusión en los folletos constitutivos de los fondos.

Mejoras en información regulatoria, disponibilidad de datos e información pública

Aunque se ha avanzado en la mejora de la información regulatoria y la disponibilidad de datos, el informe indica que existen diferencias en cuanto al alcance, frecuencia y contenido de la información periódica y que algunas jurisdicciones pueden recopilar datos con mayor frecuencia cuando es necesario para tareas de supervisión. Aunque estos datos son de utilidad en situaciones de tensión, pueden no ser adecuados para una evaluación ex ante de las vulnerabilidades. Se observan también dificultades por parte del FSB para obtener y analizar datos que permitan evaluar la efectividad de sus recomendaciones. Se apunta que aún existen retos para las autoridades, en cuanto a la medición y seguimiento del desajuste de liquidez, así como a la disponibilidad, uso y efectividad de LMT para evaluar las vulnerabilidades de los OEF.Si bien todas las jurisdicciones analizadas exigen que se informe a los inversores sobre el riesgo de liquidez de los fondos, se apunta a que es posible realizar mejoras en esta área. Asimismo, se señala que todos los participantes de mercado consideran que es importante asegurar que exista suficiente información sobre la disponibilidad y uso de LMT por parte de los OEF con el fin de que los inversores puedan tenerlo en cuenta en sus decisiones de inversión.

Adecuación de las pruebas de tensión

La mayoría de las jurisdicciones analizadas requieren a los gestores de fondos que lleven a cabo evaluaciones continuas de la liquidez de los fondos, bajo distintos escenarios. Adicionalmente, otras realizan pruebas de tensión más amplias con el fin de capturar el efecto de la venta de activos sobre la resiliencia de los mercados financieros y sobre el sistema financiero en general.

Recomendaciones de política y próximos pasos

Del análisis realizado se concluye que es necesario llevar a cabo mejoras en las recomendaciones, así como desarrollar guías sobre prácticas de gestión de liquidez en los OEF. Tanto el FSB como IOSCO se han propuesto llevar a cabo trabajos adicionales basados en los hallazgos de la evaluación de sus respectivas recomendaciones. Dichos trabajos se refieren a la revisión de las Recomendaciones del FSB e IOSCO con el fin de atajar el desajuste de liquidez estructural y promover el uso de LMT, así como aclarar el papel de los gestores de fondos y de los reguladores en la puesta en práctica de las recomendaciones; el desarrollo de guías sobre el diseño y uso de LMT; el trabajo para mejorar la disponibilidad de datos relativos a OEF a efectos de seguimiento de la estabilidad financiera; y las medidas necesarias para promover el uso de las pruebas de tensión. Como parte de este proceso, se llevará a cabo una consulta pública de la revisión de las Recomendaciones y se emitirán nuevas guías.En primer lugar, se señala que una definición clara y específica de los resultados esperados de las políticas para reducir el

desajuste estructural de liquidez de los OEF mejoraría la efectividad de las Recomendaciones. En concreto, la Recomendación 3 del FSB debería revisarse en lo que se refiere a los reembolsos que los OEF ofrecen a los inversores, teniendo en cuenta la liquidez de los activos de la cartera. Así, los fondos con una proporción significativa de activos poco líquidos en situaciones normales (por ejemplo, entre el 30-50% o más de su cartera), no deberían ofrecer liquidez diaria a los inversores y/o establecer periodos de notificación previa o de liquidación amplios. Los fondos que tengan mayoritariamente activos menos líquidos, o activos sensibles a situaciones de tensión de liquidez en los mercados, podrían ofrecer liquidez diaria siempre que puedan aplicar LMT anti-dilutivas que pasen los costes implícitos y explícitos de reembolso a los inversores que soliciten reembolsar sus participaciones. Alternativamente, dichos fondos podrían aplicar medidas como la reducción de la frecuencia de reembolso, o establecer periodos amplios de notificación previa o de liquidación.En segundo lugar, se observa que es posible fortalecer el marco de las LMT a nivel global y reducir la ventaja de los primeros que solicitan el reembolso ("first mover advantage" en inglés), asegurar que los inversores soportan los costes de liquidez asociados a las suscripciones y reembolsos, y avanzar hacia un enfoque consistente en la utilización de las LMT por parte de los gestores de fondos. Se propone reforzar las Recomendaciones 4, 5 y 8 con el fin de que se incluyan en los documentos constitutivos de los fondos dichas LMT anti-dilutivas; se generalice su uso, tanto en condiciones normales como de tensión de los mercados; y que los inversores conozcan los objetivos y operativa de las LMT anti-dilutivas. Como complemento de lo anterior, el FSB recomienda que las autoridades exijan a los gestores de fondos información pública sobre las LMT de cada fondo y su uso en condiciones normales y de tensión.En tercer lugar, se señala la necesidad de mejorar la obtención de datos que permitan a las autoridades realizar un seguimiento de los desajustes de liquidez y su gestión, a efectos de estabilidad financiera. Por ello se propone llevar a cabo un programa piloto voluntario en las jurisdicciones miembros del FSB para analizar cómo mejorar la disponibilidad de datos, que incluya el coste y las medidas necesarias para ampliar las obligaciones de reporte de información, dando prioridad al cierre de brechas de información, que permita que los bancos centrales y los reguladores de valores puedan realizar un adecuado seguimiento de las vulnerabilidades de los OEF asociadas a los desajustes de liquidez.

Por último, el FSB analizará la posibilidad de promover el uso de pruebas de tensión, tanto a nivel de fondos, como del sistema, así como el intercambio de experiencias en el diseño y uso de dichas pruebas.

El FSB y IOSCO realizarán un seguimiento de los avances de las distintas jurisdicciones en la puesta en práctica de las Recomendaciones, y, una vez que estén implantadas de forma generalizada, una evaluación de la efectividad de las políticas para hacer frente a los riesgos de los desajustes de liquidez de los OEF.

Enlaces de interés:
FSB publishes Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities - Financial Stability Board

FR01/2018 Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes (iosco.org)

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