



Respuesta de ESMA a la consulta pública de la Comisión Europea sobre la revisión de las políticas normativas macroprudenciales de intermediación financiera no bancaria

Febrero 2025

El 22 de mayo de 2024 la Comisión Europea (CE) inició una consulta pública sobre la idoneidad de las políticas macroprudenciales para la intermediación financiera no bancaria (NBFI, por sus siglas en inglés), en respuesta a distintos acontecimientos relacionados con la estabilidad financiera en los últimos años.

ESMA respondió a la consulta en noviembre de 2024, subrayando la necesidad de adoptar una política macroprudencial para abordar las principales vulnerabilidades y riesgos que emanan de la NBFI. Además, ESMA puso de relieve la necesidad de una mayor coordinación supervisora en la Unión Europea (UE) para lograr un marco más efectivo, mejorar la calidad de la información así como fomentar la cooperación, tanto en el ámbito europeo como en el global.

Asimismo, ESMA considera apropiado valorar la distinta naturaleza y actividades de las entidades involucradas en la NBFI, esto es, entidades reguladas sometidas a una legislación específica, infraestructuras de mercado, participantes de los mercados no regulados (por ejemplo, *family offices*) y una amplia gama de actividades que contribuyen a la intermediación financiera, como la financiación a través de repos.

Pregunta

¿Cómo se estructura la respuesta de ESMA?

Respuesta

En su respuesta a la consulta pública de la CE sobre la NBFI, ESMA formula varias propuestas sobre distintos aspectos y las agrupa por áreas temáticas de forma que se abordan los siguientes aspectos: vulnerabilidades y riesgos claves planteados por la NBFI, el apalancamiento de fondos de inversión alternativa y fondos UCITS¹, la interconexión de la NBFI con el resto del sistema financiero y la coordinación supervisora en el ámbito de la UE.

¹ Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, regulados por la Directiva UCITS: 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.

Pregunta

¿Cuáles son las principales preocupaciones de ESMA?

Respuesta

1. **El apalancamiento**, como estrategia frecuente en ciertos fondos de inversión, especialmente en los fondos con estrategias que descansan en derivados (por ejemplo, hedge funds). Un apalancamiento excesivo de los fondos de inversión puede dar lugar a un conjunto de efectos sistémicos colaterales, incluidos un incremento en la volatilidad, inestabilidad en los mercados y efecto contagio. En vista de todo ello, ESMA enfatiza la importancia de una política macroprudencial y menciona la iniciativa, entre otras, que tuvieron algunas autoridades nacionales competentes² (ANC) y que consistió en activar el mecanismo del artículo 25.3 de la Directiva de gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD³, por sus siglas en inglés) con motivo de la crisis, de septiembre de 2022, de los denominados “GBP

liability-driven investment funds”⁴.

2. **Disparidades en la liquidez de fondos abiertos** que invierten, en ciertas condiciones, en el sector inmobiliario o en otros activos ilíquidos. Estas prácticas de inversión, en un entorno de estrés del mercado, podrían llevar a la venta de los activos de los fondos a precios bajos, lo que puede agravar las caídas en los mercados y precipitar un ciclo de ventas rápidas. ESMA ha identificado vulnerabilidades, como la exposición a potenciales desajustes en la liquidez o la valoración de los activos de la cartera⁵, que influyen en la capacidad de los fondos para hacer frente a las solicitudes de amortización. Los fondos del mercado monetario (FMM) también pueden estar afectados por vulnerabilidades como, por ejemplo, un incremento en las amortizaciones o en caso de un deterioro en la liquidez de los mercados de los pagarés de empresa (*commercial paper*). Otro problema adicional detectado es el marco normativo de las herramientas de gestión de la liquidez para los FMM, ya que puede crear incentivos para que ciertos partícipes de estos fondos se adelanten a otros a la hora de solicitar una amortización anticipada.

² En concreto, el Banco Central de Irlanda y la Comisión de Supervisión del Sector Financiero de Luxemburgo (CSSF).

³ Artículo 25.3 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 y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n° 1060/2009 y (UE) n° 1095/2010: “El gestor de FIA (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 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 ESMA, a la Junta Europea de Riesgo Sistémico 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. Las autoridades competentes del Estado miembro de origen del GFIA informarán debidamente a ESMA, la Junta Europea de Riesgo Sistémico y las autoridades competentes de los FIA, de las medidas adoptadas al respecto, a través de los procedimientos establecidos en el artículo 50.”

⁴ Este tipo de fondos invierte en bonos soberanos británicos y suele utilizarse en los planes de pensiones que garantizan los importes que percibirán los futuros pensionistas. La medida impuesta por las ANC mencionadas consistió en solicitar a los gestores que estos fondos fuesen capaces de resistir aumentos en los tipos de interés de, al menos, 300 puntos básicos (“GBP yields”).

⁵ En particular, en fondos que invierten en bienes inmobiliarios y en deuda corporativa.

Pregunta

¿Qué tipo de medidas propone ESMA para afrontar estas dificultades?

Respuesta

1. **Abordar los desajustes de liquidez no mitigados en fondos abiertos.** ESMA valora positivamente las modificaciones introducidas en las Directivas UCITS y AIFMD, en concreto, las referidas a las herramientas de gestión de la liquidez. Sin embargo, reconoce que puede haber otras fuentes de desajustes aún no mitigados. En particular, menciona que la CE no recogió, por completo, una de sus propuestas en el Reglamento Delegado⁶ que desarrolla, entre otros aspectos, la política de reembolso de los Fondos de Inversión Europeos a largo plazo (ELTIFs, por sus siglas en inglés). ESMA estima que esta norma debería haber incluido un cierto grado de obligatoriedad en relación con los requisitos del periodo mínimo de preaviso para el reembolso de las participaciones de los ELTIFs. En consecuencia, ESMA sugiere que cuando se modifique el Reglamento de nivel 1⁷ que los regula, la CE tome en cuenta su propuesta. También propone la adopción de medidas similares para los fondos que no son ELTIF e invierten en activos no líquidos o a largo plazo, señalando que, incluso, las ANC podrían llegar a exigir que se estructuren como fondos cerrados.
De forma adicional, ESMA apoya las Recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera referidas a la clasificación de fondos abiertos basada en la liquidez de sus activos. Además, anima a que las Recomendaciones se apliquen de manera consistente en la UE.
2. **Valoración del riesgo y monitorización.** ESMA enfatiza la necesidad de contar con información de buena calidad, exhaustiva y recibida o publicada en plazo como elemento esencial de cualquier política macroprudencial. ESMA especificará en las normas técnicas de regulación (RTS, por sus siglas en inglés), en desarrollo de las modificaciones introducidas recientemente en las Directivas UCITS y

AIFMD a este respecto, el contenido de la información a aportar al supervisor por las sociedades gestoras, de forma que esta sea suficientemente detallada para valorar la liquidez de los activos. A su vez, tendrá en cuenta los requerimientos de información ya existentes para evitar cargas innecesarias a los participantes del mercado.

No obstante, ESMA señala que las mejoras en el acceso y uso de la información solo podrán lograrse si se le asignan los recursos adecuados para garantizar que la información se recabe adecuadamente y se analice para fines de supervisión.

3. **Mejora del marco normativo del riesgo de liquidez.** Las ANC deben, cuando sea apropiado, hacer uso de forma efectiva y sistemática de su potestad para requerir pruebas de estrés en el curso de su actividad supervisora conforme a las Directrices de ESMA sobre prueba de estrés de liquidez para fondos UCITS y FIA. ESMA se ofrece para, junto con las ANC, desarrollar un marco analítico armonizado para la valoración regular del riesgo de liquidez de los fondos abiertos. Al objeto de mejorar el acceso a la información de buena calidad, ESMA podría aprovechar los RTS, antes mencionados, para incluir la información que las ANC, a su vez, podrían utilizar para llevar a cabo la valoración de los riesgos de liquidez de los fondos abiertos.
4. **Afrontar los desajustes de liquidez no mitigados en los FMM.** ESMA apoya la finalización de la revisión del Reglamento de FMM y la implementación de las Recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera para mejorar la resiliencia de estos fondos.
5. **Otros intermediarios financieros no bancarios y los mercados de energía: mercados de materias primas y energía.** ESMA solicita que la CE haga uso del informe de la revisión de MiFID⁸ (artículo 90.5) para que el Parlamento Europeo valore el marco de los mercados de contado de energía, los mercados financieros y su supervisión.
6. **Límites al apalancamiento en UCITS y problemas referidos al VaR.** Aunque la Directiva UCITS impone límites de apalancamiento a los fondos regulados por ella, cuando los fondos UCITS utilizan un enfoque de valor en riesgo ("Value at Risk approach -VaR-") para calcular su exposición global, el marco normativo actual no establece límites para su apalancamiento. Por lo tanto, habría que determinar si este enfoque crea un riesgo sistémico. Si es así, ESMA sugiere la posibilidad de que la CE reflexione sobre el tratamiento que merece este asunto, incluyendo la posibilidad de la imposición de límites de apalancamiento o cualquier otra solución que sea adecuada.
7. **Supervisión de la interconexión: pruebas de estrés.** ESMA respalda el desarrollo de un sistema de pruebas de estrés en el ámbito de la UE para los intermediarios bancarios no financieros y el sector bancario. En dicho contexto, dos ejercicios actuales podrían servir de referente: a) el que las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) están llevando a cabo, en colaboración con el Banco Central Europeo (BCE) y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés), para valorar la resiliencia del sistema financiero de la UE así como su capacidad para hacer frente a la estrategia de transición verde *Fit for 55* y los objetivos climáticos de 2030 y b) la prueba de estrés de liquidez del sistema de la ESRB para valorar el impacto de las tensiones de liquidez sobre los bancos, aseguradoras y fondos de inversión a nivel nacional y de la UE.
8. **Coordinación y consistencia en el ámbito europeo: marco de reciprocidad formal.** ESMA considera que existe margen para reforzar la reciprocidad de medidas adoptadas por las ANC y así mitigar la fragmentación y el arbitraje en la UE. Sin reciprocidad las medidas macroprudenciales decididas por un Estado Miembro solo se aplican, en principio, a las instituciones domésticas y no afectan a fondos similares gestionados en otra jurisdicción, aun cuando los fondos estén domiciliados en la jurisdicción que ha publicado una medida conforme al artículo 25 de la Directiva AIFMD⁹. Esto hace que la implementación de la política sea inconsistente en la UE y facilita, relativamente, evitar el cumplimiento de las medidas nacionales. ESMA sugiere que la CE reflexione sobre la introducción de un mecanismo de reciprocidad en el mencionado artículo, de forma que las ANC puedan ser requeridas para valorar si una medida nacional de otro Estado Miembro sobre fondos debería aplicarse en su jurisdicción. Se podría solicitar a ESMA, en colaboración con la ESRB, la valoración de ampliar la aplicación de una medida nacional a toda la UE. ESMA se ofrece a desarrollar la implementación de dicho mecanismo que no afectaría a su capacidad para actuar por iniciativa propia, en especial, cuando un riesgo tenga relevancia en el ámbito de la UE.
9. **Medidas adicionales de la UE.** ESMA sugiere que la CE considere la oportunidad de conferirle, en colaboración con las ANC y la ESRB, el poder formal de requerir a una o varias ANC la implementación de requisitos macroprudenciales más estrictos para abordar los riesgos al nivel de la UE.
10. **Poderes de las AES y de la ESRB en situaciones de emergencia.** ESMA cree absolutamente

necesario definir un marco para las AES efectivo y adecuado cuando las circunstancias del mercado requieren una rápida reacción, en concreto:

1. Cuando la revisión de los niveles 1 y 2 de la normativa exige un periodo de tiempo no compatible con la necesidad de intervenir rápidamente con medidas normativas temporales o a corto plazo.
2. Cuando las medidas establecidas en los niveles 1 y 2 de la normativa crean situaciones de interinidad hasta el momento de la aplicación efectiva de las nuevas normas y se requiere de poderes formales para suspender ciertos requerimientos.

⁶ Reglamento Delegado (UE) 2024/2759 de la Comisión, de 19 de julio de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2015/760 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en las que se especifican las circunstancias en que el uso de un derivado tendrá como única finalidad cubrir los riesgos inherentes a otras inversiones del fondo de inversión a largo plazo europeo, los requisitos relativos a la política de reembolso y los instrumentos de gestión de la liquidez de un FILPE, las circunstancias para la coincidencia de las solicitudes de transferencia de participaciones o acciones del ELTIF, determinados criterios para la enajenación de los activos del ELTIF y determinados elementos de la indicación de los costes.

⁷ Reglamento (UE) 2015/760 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de abril de 2015, sobre los fondos de inversión a largo plazo europeos.

⁸ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

⁹ Artículo 25 de AIFMD: [CELEX:32011L0061:ES:TXT.pdf](#)

Pregunta

¿Por qué contar con información detallada y granular es la base de una supervisión efectiva en la revisión de la política macroprudencial propuesta?

Respuesta

ESMA destaca que para que la política macroprudencial sea eficaz es esencial disponer de datos granulares, en tiempo y de buena calidad. Por ejemplo, para supervisar los fondos abiertos (open-ended funds) se necesita información granular, que incluya datos sobre las posiciones de las carteras de los fondos (por instrumentos o clases de activos) con el objetivo de poder evaluar los riesgos de liquidez y de concentración, así como datos sobre la titularidad de los partícipes de los fondos para identificar los riesgos de reembolso. ESMA considera que el régimen de información actual, por parte de los UCITS y los FIA, carece de la granularidad necesaria y la estructura adecuada, lo que dificulta un análisis eficaz por su parte. Con el fin de paliar esta situación, como se ha comentado anteriormente en este artículo, ESMA propone mejorar el detalle de la información que las sociedades gestoras tienen que enviar al supervisor, mediante la elaboración de las RTS correspondientes, así como crear un sistema integrado de datos con el objetivo de evitar duplicidades. Además, alude a que el acceso a datos de sectores fuera del de fondos, como los de la banca (contrapartida habitual de posiciones de derivados de los fondos) y los seguros (tenedores habituales de participaciones), podría mejorar el seguimiento de los riesgos de liquidez. Es más, para ESMA, la mejora de los datos y el acceso a ellos son fundamentales para optimizar las pruebas de estrés e identificar posibles desajustes de liquidez.

Pregunta

¿Cuáles son los siguientes pasos?

Respuesta

La información recabada en esta consulta servirá de base para el planteamiento de la **política en esta materia del próximo Colegio de Comisarios para el periodo 2024-2029.**

Enlace de interés:

[Respuesta de ESMA a la consulta pública de la Comisión Europea sobre la revisión de las políticas normativas macroprudenciales de intermediación financiera no bancaria](#)

