Evaluación de la eficacia de las recomendaciones del CEF de 2017 sobre el desajuste de liquidez en los fondos abiertos

Disponible como: [PDF](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P141222.pdf)

14 diciembre 2022

Las lecciones aprendidas desde la publicación de las Recomendaciones de política del FSB para abordar las vulnerabilidades estructurales de las actividades de gestión de activos, incluso durante la agitación del mercado de marzo de 2020, han producido nuevos conocimientos sobre los desafíos de gestión de liquidez en segmentos del sector de fondos abiertos.

Esta evaluación de la eficacia de las Recomendaciones de política del CEF para abordar las vulnerabilidades estructurales de las actividades de gestión de activos forma parte del programa de trabajo del CEF para mejorar la resiliencia de la intermediación financiera no bancaria (IFBI). La evaluación abarcó tanto la aplicación como la eficacia de las recomendaciones del CEF relativas al desajuste de liquidez en los fondos de composición abierta (OFE) y se llevó a cabo en paralelo con el examen por la OICV de la aplicación de sus propias recomendaciones conexas.

El informe concluye que las autoridades han logrado un progreso significativo en la implementación de las Recomendaciones del CEF de 2017 y analiza el progreso en cuatro áreas clave:

* Reducción del desajuste estructural de liquidez
* Reducir la amplificación y transmisión de choques mediante el uso de herramientas de gestión de liquidez (LMT)
* Mejorar la presentación de informes reglamentarios, la disponibilidad de datos y la divulgación pública
* Garantizar la adecuación de las pruebas de resistencia

El informe concluye que ciertas mejoras de política fortalecerían el marco actual y las prácticas de gestión de liquidez de OEF:

1. Proporcionar una articulación más clara y específica del resultado previsto de las políticas para reducir el desajuste estructural de liquidez en los FSE
2. Garantizar que los inversores asuman los costes de liquidez asociados con las suscripciones y reembolsos de fondos, y mejorar el uso y la coherencia del uso de los LMT por parte de los gestores de fondos.
3. Exigir a los gestores de fondos que divulguen públicamente más claramente la disponibilidad y el uso de los LMT, incluso mejorando su compromiso con los inversores
4. Cerrar las brechas de datos identificadas para mejorar la capacidad de las autoridades para monitorear el desajuste de liquidez en los FSE y su gestión desde una perspectiva de estabilidad financiera
5. Seguir promoviendo el uso de pruebas de resistencia a nivel de fondo y sistema.

El FSB y la OICV llevarán a cabo un trabajo de seguimiento basado en los hallazgos de la evaluación. Esto implicará:

* revisiones de las Recomendaciones del CEF y de la OICV para abordar el desajuste estructural de liquidez y promover una mayor inclusión y uso de los LMT, así como para aclarar las funciones apropiadas de los gestores de fondos y las autoridades en la aplicación de estas Recomendaciones;
* desarrollo de orientación detallada sobre el diseño y uso de LMT;
* trabajar para mejorar la disponibilidad de datos relacionados con el FOE para el monitoreo de la estabilidad financiera; y
* Medidas para promover el uso de pruebas de resistencia.

El compromiso con las partes interesadas, incluso a través de la consulta pública de las revisiones propuestas a las Recomendaciones y de las nuevas orientaciones, constituirá una parte clave de este proceso.

El CEF y la OICV supervisarán el progreso realizado por las jurisdicciones miembros en la implementación de sus respectivas Recomendaciones revisadas. Este monitoreo será seguido, una vez que la implementación esté lo suficientemente avanzada, con una evaluación de la efectividad de las medidas de política de las jurisdicciones para abordar los riesgos para la estabilidad financiera derivados del desajuste de liquidez de OEF.

Tipo(s ) de contenido: [Publicaciones](https://www.fsb.org/content_type/publications/) Fuente(s): Áreas de política del [CEF](https://www.fsb.org/source/fsb/) : [Efectos de las reformas](https://www.fsb.org/policy_area/eor/), [Supervisión de la implementación](https://www.fsb.org/policy_area/implementation-monitoring/), [Intermediación financiera no bancaria](https://www.fsb.org/policy_area/non-bank-financial-intermediation/)



Resumen ejecutivo

En 2017, el CEF publicó Recomendaciones de política para abordar las vulnerabilidades estructurales de las actividades de gestión de activos (las "Recomendaciones del CEF"), incluido el desajuste de liquidez en los fondos abiertos (OEF). Las Recomendaciones del CEF tenían por objeto fortalecer la presentación de informes reglamentarios y la divulgación pública para facilitar la evaluación del riesgo de liquidez en los OEF; promover la gestión de la liquidez en la fase de diseño del FSE y de manera continua; ampliar la disponibilidad de herramientas de gestión de la liquidez (LMT) y su uso en condiciones de tensión; y promover las pruebas de resistencia a nivel de los fondos y de todo el sistema. La OICV puso en práctica la mayoría de las Recomendaciones del CEF relacionadas con el desajuste de liquidez emitiendo, en 2018, Recomendaciones para la gestión del riesgo de liquidez (LRM) para los sistemas de inversión colectiva (las «Recomendaciones de la OICV»).

El CEF acordó que una vez que la implementación de las Recomendaciones del FSB hubiera progresado, evaluaría si habían sido efectivas e informaría sus hallazgos al G20. Esta evaluación, que forma parte del programa de trabajo del CEF para mejorar la resiliencia de la intermediación financiera no bancaria (IFBI), se llevó a cabo en paralelo con la revisión de la OICV de la implementación de sus Recomendaciones. La evaluación abarcó tanto la implementación como la eficacia de las Recomendaciones pertinentes del CEF.

Dadas las complementariedades entre las recomendaciones individuales del CEF, el CEF agrupó las recomendaciones en función de sus resultados previstos y evaluó su eficacia de manera holística, utilizando una amplia gama de fuentes de información para su análisis. Debido a los desafíos metodológicos y las limitaciones de los datos, el FSB ejerció juicio al realizar la evaluación y al formular las implicaciones políticas. La evaluación reconoció las funciones económicas y los beneficios de los FSE y tuvo en cuenta la diversidad del sector de los OFE, lo que significa que no existe una solución única para todos los EEO.

Resultados

Las autoridades han logrado avances significativos en la implementación de las Recomendaciones del CEF de 2017. Sin embargo, las lecciones aprendidas desde su publicación, incluso durante la agitación del mercado de marzo de 2020, han producido nuevos conocimientos sobre los desafíos de la gestión de la liquidez en segmentos del sector OEF. Si bien la evaluación sugiere que las Recomendaciones del CEF siguen siendo ampliamente apropiadas, mejorar la claridad y la especificidad sobre los resultados de política que las Recomendaciones del CEF buscan lograr las haría más efectivas desde una perspectiva de estabilidad financiera.

Reducción del desajuste estructural de liquidez

Muchas jurisdicciones tienen expectativas regulatorias de alto nivel sobre la coherencia entre los activos de los fondos y las estrategias de inversión, y los términos y condiciones de reembolso, pero parece haber diferencias en los niveles de especificidad de estas expectativas entre jurisdicciones. En general, el análisis del CEF de los datos disponibles sugiere que no ha habido una reducción mensurable en el grado de desajuste estructural de liquidez desde que se emitieron las Recomendaciones del CEF. A medida que el sector de la OEF ha crecido en términos absolutos, lo que refleja la creciente importancia de la financiación basada en el mercado, también ha aumentado el impacto potencial de las vulnerabilidades que pueden surgir del desajuste estructural de liquidez de las OEF.

Reducir la amplificación y transmisión de impactos mediante el uso de LMT

La mayoría de las jurisdicciones permiten a los administradores de la OEF implementar una amplia gama de LMT y la información disponible sugiere que ha habido un aumento gradual en la inclusión de LMT en los documentos constitucionales de la OEF desde la publicación de las Recomendaciones del FSB. El uso de LMT antidilución aumentó durante el punto álgido de la crisis de COVID-19 en respuesta al aumento de las solicitudes de reembolso, especialmente para los fondos de bonos corporativos, pero la evidencia disponible apunta a una variación significativa en los factores de oscilación entre los fondos de bonos corporativos que utilizan precios oscilantes. Sigue habiendo margen para una mayor aceptación de los LMT, en particular las herramientas antidilución destinadas a repercutir el coste de la liquidez a los accionistas redimidos tanto en condiciones normales como en condiciones de mercado estresadas. Cuando los LMT están disponibles, las preocupaciones de costo, competitivas o de reputación, así como los obstáculos operativos, pueden haber impedido que los gerentes de OEF los incluyan en los documentos constitucionales de OEF o los utilicen.

Mejorar la presentación de informes reglamentarios, la disponibilidad de datos y la divulgación pública

Muchas jurisdicciones mejoraron sus requisitos reglamentarios de presentación de informes tras la publicación de las Recomendaciones del CEF, pero existen variaciones en el alcance, la frecuencia y el contenido de los informes periódicos. Además, muchas jurisdicciones pueden recopilar información supervisora ad hoc más frecuente de los gestores de fondos cuando sea necesario. Estos datos son útiles durante la tensión del mercado, pero son menos adecuados para el monitoreo ex ante de vulnerabilidades. El FSB encontró desafíos para obtener y analizar datos para respaldar su evaluación de la efectividad de las Recomendaciones del FSB. Esto sugiere que medir y monitorear el desajuste de liquidez, así como evaluar la disponibilidad, el uso y la efectividad de los LMT para evaluar las vulnerabilidades en los OEF, sigue siendo un desafío para las autoridades.

Si bien todas las jurisdicciones encuestadas requieren la divulgación del riesgo de liquidez del fondo a los inversores, se podría hacer más para mejorarlos. Los participantes en el mercado están de acuerdo en que es importante garantizar una divulgación adecuada sobre la disponibilidad y el uso de LMT por parte de los EFE para proteger a los inversores y permitirles tenerlos en cuenta en su toma de decisiones.

Garantizar la adecuación de las pruebas de resistencia

La mayoría de las jurisdicciones encuestadas requieren que las entidades responsables realicen evaluaciones continuas de liquidez a nivel de fondo en diferentes escenarios. Además, la mayoría de las jurisdicciones han llevado a cabo algún tipo de prueba de resistencia en todo el sistema para capturar los efectos de las ventas colectivas por parte de fondos y otros inversores en la resiliencia de los mercados financieros y el sistema financiero en general.

Implicaciones políticas y próximos pasos

Sobre la base de esta evaluación, ciertas mejoras a las recomendaciones internacionales existentes y la orientación conexa fortalecerían significativamente el marco actual y las prácticas de gestión de la liquidez de la OEF, beneficiando la estabilidad financiera y la protección de los inversores. El FSB y la OICV llevarán a cabo un trabajo de seguimiento basado en los hallazgos de la evaluación. Esto implicará revisiones de las Recomendaciones del CEF y la OICV para abordar el desajuste estructural de la liquidez y promover una mayor inclusión y uso de los LMT, así como para aclarar las funciones apropiadas de los gestores de fondos y las autoridades en la implementación de estas Recomendaciones; desarrollo de orientación detallada sobre el diseño y uso de LMT; trabajar para mejorar la disponibilidad de datos relacionados con el FOE para el monitoreo de la estabilidad financiera; y medidas para promover el uso de pruebas de resistencia. El compromiso con las partes interesadas, incluso a través de la consulta pública de las revisiones propuestas a las Recomendaciones y de las nuevas orientaciones, constituirá una parte clave de este proceso.

En primer lugar, una articulación más clara y específica del resultado previsto de las políticas para reducir el desajuste estructural de liquidez en los FSE fortalecería la eficacia de las Recomendaciones del CEF. Específicamente, la Recomendación 3 del CEF debería revisarse para proporcionar una mayor claridad con respecto a los términos de reembolso que los EFE podrían ofrecer a los inversores, en función de la liquidez de sus tenencias de activos. Los fondos que asignan una proporción significativa de los activos bajo gestión (AUM) (por ejemplo, 30-50% o más) a activos que son ilíquidos incluso en condiciones normales de mercado tendrían que ofrecer liquidez a los inversores con menos frecuencia que diaria y/o requerir largos períodos de notificación/liquidación para rescatar las acciones. Los fondos que posean principalmente activos menos líquidos, o activos que sean más vulnerables a la falta de liquidez en condiciones de tensión en el mercado, pueden ofrecer operaciones diarias, siempre que los gestores de fondos puedan demostrar a las autoridades (en consonancia con sus enfoques supervisores) que pueden aplicar LMT antidilución que repercutan a los inversores reembolsantes los costes explícitos e implícitos de los reembolsos. incluyendo cualquier impacto significativo de las ventas en el mercado. Alternativamente, estos fondos tendrían que considerar y utilizar medidas para reducir la frecuencia con la que ofrecen liquidez a los inversores y/o implementar períodos de notificación o liquidación más largos, según corresponda. En términos más generales, todos los fondos deben seguir mejorando sus prácticas de gestión de la liquidez, incluso mediante la aplicación de LMT antidilución, como se indica a continuación.

En segundo lugar, hay margen para fortalecer el marco en torno a los TMM a nivel mundial, para mitigar la posible ventaja de ser el primero en actuar como el principal elemento derivado del desajuste estructural de la liquidez en los MFE, garantizar que los inversores asuman los costos de liquidez asociados con las suscripciones y reembolsos de fondos, y llegar a un enfoque más coherente del uso de los TMM por parte de los gestores de fondos. Las Recomendaciones 4, 5 y 8 del CEF sobre los LMT deberían reforzarse para lograr: i) una mayor inclusión en los documentos constitutivos de los fondos de los LMT antidilución diseñados para transferir a los inversores reembolsantes los costes explícitos e implícitos de los reembolsos, incluido cualquier impacto significativo en el mercado de las ventas de activos para satisfacer esos reembolsos; ii) un mayor uso y coherencia en el uso de LMT antidilución tanto en condiciones normales como de tensión del mercado; y iii) una mayor sensibilización de los inversores sobre los objetivos y el funcionamiento de los LMT antidilución.

Para complementar y fortalecer aún más el marco de GTM, el CEF también recomienda que las autoridades exijan divulgaciones públicas más claras de los administradores de fondos sobre los LMT disponibles para cada OEF que administran y sobre el uso de estos LMT en condiciones normales y de estrés del mercado. Además, el FSB recomienda que los gestores mejoren su compromiso con los inversores para que los inversores puedan comprender mejor estas divulgaciones e incorporarlas en las decisiones de inversión.

En tercer lugar, cerrar las brechas de datos identificadas mejoraría la capacidad de las autoridades para monitorear el desajuste de liquidez y su gestión desde una perspectiva de estabilidad financiera. El progreso de este trabajo incluirá un programa piloto voluntario entre las jurisdicciones miembros del FSB para examinar cómo mejorar la disponibilidad de datos, incluido el costo y el esfuerzo necesarios para ampliar la cobertura de datos y la presentación de informes; y dar prioridad a las brechas de datos para cerrar con el fin de mejorar la capacidad de los bancos centrales y los reguladores de valores para monitorear las vulnerabilidades clave de OEF relacionadas con el desajuste de liquidez.

Por último, el Consejo de Estabilidad Financiera considerará seguir promoviendo el uso de pruebas de resistencia a nivel de fondo y sistema. El FSB también promoverá el intercambio de experiencias sobre el diseño y el uso de tales pruebas de estrés para informar las evaluaciones de vulnerabilidades y el desarrollo de políticas.

El CEF y la OICV supervisarán el progreso realizado por las jurisdicciones miembros en la implementación de sus respectivas Recomendaciones revisadas. Este monitoreo será seguido, una vez que la implementación esté lo suficientemente avanzada, con una evaluación de la efectividad de las medidas de política de las jurisdicciones para abordar los riesgos para la estabilidad financiera derivados del desajuste de liquidez de OEF.

1. Introducción

En 2017, el CEF publicó Recomendaciones de política para abordar las vulnerabilidades estructurales de las actividades de gestión de activos (las "Recomendaciones del CEF"), incluido el desajuste de liquidez en los fondos abiertos (OEF).1 Como se indica en las Recomendaciones del CEF, una vulnerabilidad estructural clave de las actividades de gestión de activos es un posible desajuste entre la liquidez de las inversiones de fondos y el reembolso diario de las participaciones de fondos en los OEF.

Los OEF ofrecen liquidez a corto plazo (a menudo diaria) a sus inversores, a pesar de que la liquidez de las inversiones de los fondos varía entre los diferentes OEF y a lo largo del tiempo para cualquier fondo en particular. Algunos inversores de fondos pueden sobrestimar la liquidez de los activos mantenidos por los fondos en los que invierten, y pueden no esperar el costo adicional o la dificultad asociada con los fondos que salen de sus posiciones o reequilibran sus carteras. Como resultado, en previsión de grandes pérdidas derivadas de un rápido deterioro de los precios del mercado subyacente y los costos de venta de activos de cartera, algunos inversores pueden decidir realizar reembolsos que son mayores que si fueran directamente responsables de liquidar los activos de la cartera.

En presencia de un desajuste de liquidez, los inversores podrían tener incentivos adicionales para reembolsar acciones si anticipan que otros inversores de fondos reembolsarán acciones y que los inversores restantes asumirán los costos de esos reembolsos. En la medida en que una valoración adecuada o LMT no eliminen esta expectativa, una ventaja de primer movimiento puede dar lugar a reembolsos excesivos, especialmente en condiciones de mercado estresadas. La venta de activos de cartera por parte de los fondos para satisfacer estos reembolsos excesivos podría dar lugar a una mayor volatilidad del mercado con el potencial de dar lugar a efectos de contagio negativos.

Para abordar estas vulnerabilidades derivadas del desajuste de liquidez, las Recomendaciones del CEF tenían por objeto fortalecer la presentación de informes reglamentarios y la divulgación pública para facilitar la evaluación del riesgo de liquidez en los marcos financieros de inversión; promover la gestión de la liquidez tanto en la fase de diseño del fondo como de forma continua; ampliar la disponibilidad de LMT y el uso de LMT en condiciones de estrés; y promover las pruebas de resistencia a nivel de los fondos y de todo el sistema. La OICV puso en práctica la mayoría de las Recomendaciones del CEF relacionadas con la gestión del riesgo de liquidez mediante la publicación de las Recomendaciones de la OICV en 2018, complementadas con un conjunto de buenas prácticas relacionadas como guía de referencia.3 El CEF acordó que una vez que la implementación de las Recomendaciones del CEF hubiera progresado, el CEF evaluaría si sus recomendaciones habían sido efectivas e informaría sus hallazgos al G20.

En marzo de 2020, muchos OEF experimentaron presiones de liquidez y desafíos de valoración, enfrentándose a grandes solicitudes de reembolso y al deterioro de la liquidez del mercado provocada por la huida hacia la seguridad y la «carrera por el efectivo». Esto fue particularmente cierto para los fondos de bonos corporativos. Los gestores de fondos gestionaron activamente su liquidez y decidieron la mejor manera de satisfacer los reembolsos de los inversores utilizando efectivo, vendiendo activos de cartera y desplegando LMT. Los OEF que tenían bonos corporativos, junto con otros participantes del mercado, vendieron activos en mercados con liquidez deteriorada y, por lo tanto, contribuyeron a la presión de venta. La intervención del banco central, así como la acción gubernamental y regulatoria, ayudaron a estabilizar y restaurar la confianza en los mercados, reduciendo los reembolsos de los inversores y la presión de venta de los OSE y otros participantes en el mercado.

Sobre la base de las lecciones de la agitación del mercado de marzo de 2020, el FSB desarrolló un programa de trabajo integral para mejorar la resiliencia del sector NBFI. Como parte de ese programa, el CEF llevó a cabo una evaluación de la eficacia de las Recomendaciones del CEF sobre el desajuste de liquidez en los FSE desde una perspectiva de estabilidad financiera a la luz de la experiencia reciente. Esta evaluación tuvo lugar en 2022, basándose en las conclusiones de trabajos conjuntos anteriores del FSB y la OICV, que analizaron el riesgo de liquidez y su gestión en los OSE durante las turbulencias de marzo de 2020. La evaluación se llevó a cabo en paralelo con el examen de la OICV de la aplicación de las Recomendaciones de la OICV ("Examen de la LRM de la OICV"), y ambos ejercicios se llevaron a cabo utilizando un marco analítico coordinado.

Este informe presenta las principales conclusiones e implicaciones políticas de la evaluación. En la sección 2 se describe el enfoque analítico utilizado para este ejercicio. Las secciones 3 a 6 agrupan las Recomendaciones pertinentes del CEF en cuatro áreas (reducir el desajuste estructural de la liquidez; reducir la amplificación y transmisión de choques mediante el uso de LMT; mejorar la presentación de informes reglamentarios, la disponibilidad de datos y la divulgación pública; y garantizar la adecuación de las pruebas de resistencia) y describen su estado de implementación y los resultados del análisis de su efectividad. Sobre la base de estos hallazgos, la Sección 7 presenta un conjunto de implicaciones políticas, mientras que la Sección 8 concluye con los próximos pasos del CEF y la OICV para mejorar las recomendaciones internacionales existentes y la orientación relacionada para abordar el desajuste de liquidez en los OEF.

Un principio clave que sustenta el enfoque del FSB tanto para la evaluación como para las implicaciones políticas ha sido el reconocimiento de los beneficios económicos y las funciones de los OEF, así como la diversidad del sector OEF. Los FSE desempeñan un papel importante en la reducción de la dependencia del financiamiento bancario, la diversificación de las fuentes de financiamiento y el acceso a la inversión, la facilitación de los flujos internacionales de capital y el aumento de la competencia en el sistema financiero. El sector de la OEF también es muy diverso, lo que significa que no existe una solución única para todas las OEF. En este contexto, las propuestas políticas pretenden ser específicas y proporcionadas.

Los anexos incluyen materiales de origen que el FSB utilizó para completar su evaluación y sirven como antecedentes para este informe. El Anexo 1 asigna las Recomendaciones del CEF de 2017 a las correspondientes Recomendaciones de la OICV de 2018. Los anexos 2 y 3 resumen las conclusiones de la revisión de la LRM de la OICV y de la encuesta del CEF sobre la aplicación de sus recomendaciones de 2017, respectivamente. El Anexo 4 presenta conclusiones de la divulgación de las partes interesadas del FSB-IOSCO sobre las vulnerabilidades del desajuste de liquidez en los HSE y las políticas para abordarlas. El Anexo 5 incluye breves estudios de casos que documentan los enfoques de jurisdicciones específicas para implementar las Recomendaciones del FSB o las Recomendaciones de la OICV correspondientes. El Anexo 6 presenta la información recopilada sobre la disponibilidad y el uso de LMT en las jurisdicciones del FSB como parte del trabajo del FSB sobre políticas para abordar los riesgos sistémicos en NBFI.

2. Antecedentes y enfoque

La evaluación abarcó tanto la aplicación como la eficacia de las Recomendaciones pertinentes del CEF.

■ La implementación se refiere a la medida en que las autoridades de las jurisdicciones del FSB tomaron medidas consistentes con las recomendaciones, por ejemplo, emitiendo reglas u orientación sobre pruebas de estrés a nivel de fondo o reduciendo las barreras al uso de LMT.

La eficacia se refiere a la medida en que las Recomendaciones del CEF alcanzaron colectivamente los objetivos de estabilidad financiera del CEF, incluido si tuvieron consecuencias materiales no deseadas.

Como paso inicial, el CEF mapeó los mecanismos a través de los cuales las Recomendaciones del CEF pretenden abordar los riesgos para la estabilidad financiera derivados del desajuste de liquidez en los EFE. Este proceso puso de relieve las interacciones entre las diferentes recomendaciones (por ejemplo, entre las medidas dirigidas al desajuste estructural de la liquidez y las relacionadas con la disponibilidad y el uso de los LMT) y justificó un enfoque holístico de la evaluación que tenga en cuenta las interacciones entre las recomendaciones.

El CEF también asignó las Recomendaciones del CEF a las Recomendaciones pertinentes de la OICV (véase el Anexo 1). Este ejercicio permitió al FSB basarse en la Revisión del LRM para hacer un balance del estado general de implementación de cada Recomendación del FSB (para aquellas Recomendaciones del FSB cubiertas por las Recomendaciones de la OICV).5 Este mapeo también informó el desarrollo de una encuesta para recopilar información sobre la implementación de las Recomendaciones del FSB no cubiertas por las Recomendaciones de la OICV.6

Dadas las complementariedades entre las Recomendaciones del CEF, el CEF agrupó las recomendaciones en función de los resultados previstos (reducción del desajuste estructural de la liquidez; reducción de la amplificación y transmisión de choques mediante el uso de LMT; mejora de la presentación de informes reglamentarios, la disponibilidad de datos y la divulgación pública; y garantía de la adecuación de las pruebas de resistencia) y evaluó cada grupo de recomendaciones.

El FSB se basó en una amplia gama de fuentes para desarrollar su análisis en su evaluación de la efectividad de las Recomendaciones del FSB. Entre ellas figuraban las siguientes:

■ Informes pertinentes preparados en el marco del programa de trabajo NBFI del CEF7 y trabajos conjuntos anteriores del FSB y la OICV sobre las vulnerabilidades derivadas del desajuste de liquidez en los EFE.

■ Información de la encuesta recopilada por IOSCO (a través de la revisión del LRM) de los participantes y autoridades del mercado, para comprender cómo se habían implementado las Recomendaciones de la OICV (y a través de ellas, las Recomendaciones del FSB). Como se señaló anteriormente, el FSB también realizó su propia encuesta para complementar la encuesta de IOSCO.

■ Análisis de datos, basándose principalmente en datos comerciales, para comprender el grado de desajuste de liquidez estructural exhibido por los diferentes tipos de OEF, y cómo el desajuste de liquidez estructural ha cambiado con el tiempo.

■ Uso de los análisis de los miembros de los datos públicos y reglamentarios para destacar las tendencias en la inclusión de LMT en los documentos constitutivos de la OEF y en el uso de LMT en tiempos normales y en períodos de estrés.

■ Divulgación con partes interesadas externas, organizada conjuntamente por el CEF y la OICV, sobre las vulnerabilidades derivadas del desajuste de liquidez en los FSE y las políticas para abordarlas (véase el anexo 4).

En ciertos casos, la falta de disponibilidad o usabilidad de los datos limitó el análisis de la efectividad de las Recomendaciones del CEF. Por ejemplo:

■ La información sobre la inclusión de los LMT en los documentos constitutivos de los fondos8 está disponible públicamente, pero los datos de toda la industria no se han recopilado de una manera que pueda utilizarse para el análisis sectorial.

■ Por lo general, los gestores no están obligados a informar a las autoridades del uso o la activación de los LMT (aparte de la suspensión de los reembolsos).

■ No se dispone fácilmente de información sobre los plazos de notificación o liquidación de los fondos que permita una evaluación más completa de la asimetría estructural de liquidez. Cuando los FSE se valoran diariamente, pero sujetos a un período de notificación, el FSB no ha podido distinguir estos fondos de aquellos que buscan ofrecer a los inversores liquidez diaria sin restricciones.

■ Por lo general, los datos de las carteras de fondos sólo están disponibles con una frecuencia mensual o trimestral, lo que dificulta observar cómo los gestores ajustan las tenencias de cartera para mantener la coherencia entre la liquidez de los activos, las estrategias de inversión y las condiciones de reembolso.

A pesar de estos desafíos, las fuentes de información mencionadas en conjunto constituyen la base de la evaluación en el informe. Los desafíos planteados por la falta de datos sobre las tenencias de cartera y los LMT a los efectos de esta evaluación son desafíos que probablemente compartan los esfuerzos actuales y futuros para medir y monitorear las vulnerabilidades. En las secciones 7 y 8 se examina un programa de trabajo ulterior para subsanar esta deficiencia.

Finalmente, muchas jurisdicciones se encuentran en las primeras etapas de implementación de regulaciones u orientación basadas en las Recomendaciones del FSB. Como resultado, no ha transcurrido suficiente tiempo para juzgar los efectos que tales medidas de implementación tuvieron sobre las vulnerabilidades derivadas del desajuste estructural de liquidez en los OSE en estas jurisdicciones. Sin embargo, el FSB reunió suficiente información de jurisdicciones que han logrado avances sustanciales en la implementación para llevar a cabo su evaluación.

3. Reducción del desajuste estructural de la liquidez

El desajuste estructural de liquidez puede resumirse como la diferencia entre las condiciones de reembolso que un OEF ofrece a los inversores y la cantidad de tiempo que puede tardar el administrador del OEF en liquidar las tenencias de fondos de manera ordenada (por ejemplo, sin aumentar sustancialmente los costos de transacción y sin afectar sustancialmente los precios prevalecientes en el mercado) para satisfacer las solicitudes de reembolso.9 El desajuste de liquidez estructural no mitigado puede amplificar los shocks al impulsar reembolsos "excesivos" que requieren que los administradores participar en ventas de activos mayores que en ausencia de desajuste de liquidez, especialmente en tiempos de estrés. La amplificación de choque puede ocurrir a través de diferentes canales:

■ El desajuste de liquidez puede producir una ventaja de primer movimiento a nivel de fondo cuando los inversores reembolsadores no soportan el coste total de los reembolsos y, en cambio, estos costes dan lugar a una externalidad impuesta a los inversores que permanecen en el fondo. Una ventaja de ser el primero en moverse puede impulsar el "exceso" de los canjes, especialmente en momentos de estrés, en relación con lo que de otro modo podría haber sido el caso.

■ En presencia de un desajuste de liquidez, algunos inversores pueden malinterpretar la liquidez de los activos subyacentes mantenidos por los OEF, y pueden no esperar el costo adicional o la dificultad asociada con la salida de los fondos de sus posiciones, especialmente en un entorno de estrés. Si, debido a un desajuste estructural de liquidez a nivel de fondo, los inversores no internalizan los costes de venta de los activos de cartera, es más probable que intenten salir de sus posiciones a través de reembolsos del OEF de lo que podrían haber sido si hubieran mantenido los mismos activos directamente.

Los reembolsos excesivos, y las ventas de activos asociadas para cumplir con esos reembolsos, podrían contribuir a una mayor volatilidad del mercado y una presión adicional sobre los precios de los activos en tiempos de tensión. A su vez, estas dinámicas pueden afectar el funcionamiento de los mercados básicos (incluidos los mercados primarios) en momentos de tensión, dependiendo de la concentración y/o escala de las tenencias de activos por parte de los OSE en mercados particulares, el tamaño de las operaciones de OEF y el comportamiento de otros inversores en esos mercados o clases de activos. Este trabajo se ha concentrado en medidas y herramientas para abordar las posibles vulnerabilidades derivadas de la estructura de una OEF.10 Sin embargo, las OEF son solo una parte de un ecosistema de mercado más amplio. El reconocimiento de esto respalda el enfoque holístico y proporcionado de las implicaciones políticas en la sección 7.

Las Recomendaciones del CEF buscaban reducir la probabilidad de desajuste significativo de liquidez derivado de la estructura de un OEF vinculando explícitamente la liquidez de los activos del fondo a la liquidez ofrecida a los inversores de fondos. Específicamente, la Recomendación 3 del FSB alienta a las autoridades a tener requisitos u orientación que indiquen que los activos y las estrategias de inversión de los fondos deben ser consistentes con los términos y condiciones que rigen los reembolsos de las acciones del fondo tanto al inicio del fondo como de forma continua (para fondos nuevos y existentes, incluso bajo estrés).

IOSCO puso en práctica la Recomendación 3 del CEF a través de varias de sus recomendaciones (1-4, 10 y 12). Véase el Anexo 1 para más detalles. Las recomendaciones 1-4 de la OICV, evaluadas en el examen de la LRM de la OICV, examinan el proceso de diseño del sistema de inversión colectiva (SIC). Entre las 14 jurisdicciones participantes evaluadas, que representan aproximadamente el 92% de los AUM globales, se evaluó que 12 eran totalmente consistentes en las cuatro recomendaciones. Sólo dos de estas jurisdicciones no parecían ser plenamente coherentes en las cuatro recomendaciones. Entre las otras 11 jurisdicciones del FSB, hubo un nivel relativamente alto de implementación de la Recomendación 1 de la OICV. Sin embargo, la aplicación de las Recomendaciones 2 a 4 de la OICV no se aplicaba en algunas de esas jurisdicciones. Además, sobre la base de la encuesta de participantes en el mercado de la OICV, las Recomendaciones 1-4 de la OICV se han aplicado en gran medida.

Las recomendaciones 10 y 12 de la OICV se refieren a la gestión cotidiana de la liquidez de la CEI. En el caso de estas dos recomendaciones, la mayoría de las jurisdicciones participantes fueron calificadas de plena congruencia, con la excepción de cuatro jurisdicciones. En algunas de las otras 11 jurisdicciones del CEF, se consideró que la aplicación de las recomendaciones 10 y 12 era deficiente. En general, sobre la base de la encuesta de participantes en el mercado de la OICV, las Recomendaciones 10 y 12 de la OICV se han aplicado en gran medida.

De acuerdo con los resultados de la encuesta de implementación del FSB, las 16 jurisdicciones encuestadas tienen requisitos regulatorios de alto nivel que exigen que los administradores de fondos mantengan la coherencia entre los activos de OEF y las estrategias de inversión, y los términos y condiciones de reembolso. Sin embargo, parece haber diferencias en los niveles de especificidad de estos requisitos entre jurisdicciones.

La mayoría de las jurisdicciones tienen requisitos específicos (como límites) para invertir en activos ilíquidos. Además, muchas jurisdicciones proporcionan requisitos detallados de elegibilidad de activos o identifican activos permisibles para garantizar que los OEF inviertan en activos líquidos. Muchas jurisdicciones requieren que un OEF mantenga suficiente liquidez y/o determine un umbral de liquidez interno correspondiente a las características del fondo, como la estrategia de inversión, el perfil del inversor y las condiciones de reembolso. Algunas jurisdicciones han establecido medidas específicas para producir o mantener la coherencia entre la liquidez de los activos y las condiciones de reembolso, incluidos los requisitos para las frecuencias de negociación que dependen de la composición de la cartera de un OEF, o para el uso de períodos de notificación. Sin embargo, la orientación sobre los acuerdos de negociación ofrecida a los inversores parece ser de alto nivel y basada en principios. La encuesta de implementación del FSB identificó buenas prácticas que varias jurisdicciones han implementado:

■ Revisión supervisora de la adecuación de los términos y condiciones de reembolso a la estrategia de inversión, las clases de activos, los mercados y el mercado objetivo durante el proceso de autorización y revisión continua de la coherencia de estos factores.

■ Especificar los requisitos para las condiciones de negociación de los fondos que invierten en activos ilíquidos (por ejemplo, frecuencias de negociación más largas o períodos de notificación).

■ Incluir, como parte de las pruebas de resistencia, la simulación de una escasez de liquidez de los activos del fondo y las solicitudes de reembolso atípicas, cuando proceda.

El CEF trató de evaluar cómo han evolucionado los diferentes indicadores de desajuste de liquidez desde que se adoptaron las Recomendaciones del CEF, así como en qué medida los fondos con exposiciones a activos menos líquidos tenían condiciones de reembolso menos frecuentes que aquellos con exposiciones a activos más líquidos. A los efectos de este análisis, el FSB optó por clasificar ampliamente los activos como "líquidos", "menos líquidos" o "ilíquidos".

■ Los activos "líquidos" son el efectivo, determinadas acciones cotizadas, determinados bonos del Estado y otros activos que pueden convertirse fácilmente en efectivo sin un impacto significativo en el mercado en condiciones normales y de tensión del mercado.

■ Los activos "menos líquidos" son menos líquidos que los "activos líquidos" anteriores en tiempos normales e incluyen activos que son susceptibles de falta de liquidez en tiempos de tensión (por ejemplo, ciertos bonos corporativos). Otros tipos de activos también pueden ser menos líquidos dependiendo de los atributos del mercado o jurisdicción.

■ Los activos "ilíquidos" son intrínsecamente ilíquidos en todas las circunstancias, como los activos inmobiliarios y de infraestructura. Otros tipos de activos (por ejemplo, capital privado y préstamos no negociados) también pueden ser ilíquidos dependiendo de los atributos del mercado o jurisdicción.

Medir el desajuste estructural de liquidez es un desafío e implica comparar los términos de reembolso que un fondo ofrece a los inversores y la cantidad de tiempo que puede tomar el administrador liquidar las tenencias de fondos de manera ordenada para cumplir con las solicitudes de reembolso. La información detallada sobre los términos de reembolso que incluyen parámetros como la frecuencia de negociación, los períodos de notificación y los períodos de liquidación, generalmente no está disponible en una forma que facilite el análisis. Además, si bien las bases de datos comerciales como Lipper y Morningstar incluyen información a nivel de seguridad, no incluyen estimaciones de liquidez de activos en tiempos normales o en tensión.

Con estas limitaciones y diferencias jurisdiccionales en mente, el FSB encontró que:

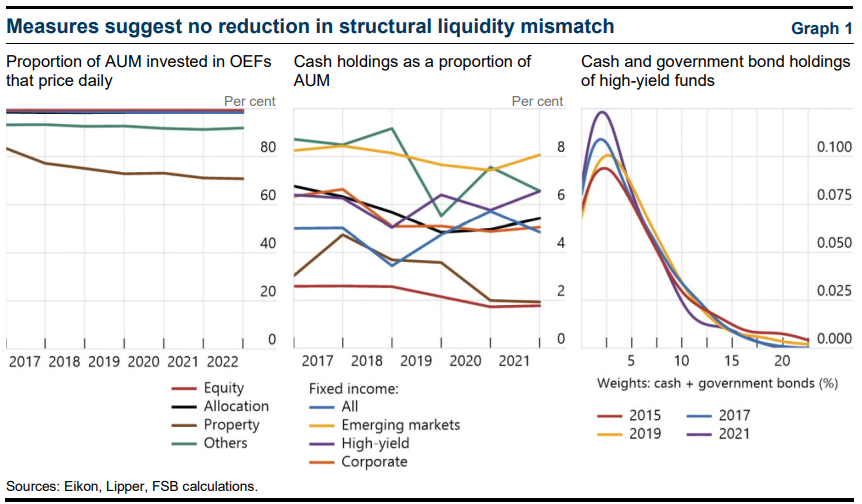
■ Sobre una base absoluta, los FSE han aumentado sus tenencias de activos menos líquidos e ilíquidos. Los AUM de una amplia muestra de OEF que invierten en activos ilíquidos o en activos menos líquidos que pueden volverse ilíquidos bajo estrés crecieron entre 2015 y 2021. Las estimaciones derivadas de los datos de Lipper indican que el crecimiento de los activos netos totales fue particularmente pronunciado para los segmentos más amplios de fondos de bonos corporativos y fondos inmobiliarios, que crecieron un 57% y un 53%, respectivamente, desde 2015.

■ Los fondos fiduciarios de la industria, incluidos los que invierten en activos menos líquidos e ilíquidos, han seguido ofreciendo en general a los inversores operaciones diarias (gráfico 1, panel izquierdo). La revisión de los datos de Morningstar sugiere que, en la mayoría de las clases de activos, más del 90% de los AUM se invierte en OEF de negociación diaria, una proporción que se ha mantenido más o menos estable desde 2016.11 Una excepción notable es el sector inmobiliario. Según los datos de Morningstar, mientras que los AUM de los OEF inmobiliarios crecieron un 73% entre 2016 y 2021, los AUM de los OEF inmobiliarios que cotizan diariamente (aunque estos fondos no necesariamente negocian diariamente) solo crecieron un 48% durante el mismo período de tiempo.12 Esto sugiere, al menos en términos relativos, un cambio hacia los OEF inmobiliarios que tienen un menor desajuste de liquidez.

■ En general, los OSE que predominantemente tienen activos menos líquidos e ilíquidos parecen haber disminuido sus asignaciones al efectivo y a los bonos gubernamentales de las economías avanzadas entre 2016 y 2019, antes de aumentar las asignaciones en 2020 y 2021 (probablemente debido a una combinación de expectativas de reembolsos elevados e incertidumbre macro financiera durante el episodio de «carrera por efectivo» de marzo de 2020) (gráfico 1, panel central). Dentro de los tipos de fondos con mayores niveles de desajuste de liquidez, como los fondos de bonos corporativos de alto rendimiento y los fondos de deuda de mercados emergentes, hay variaciones en las tenencias de efectivo y bonos gubernamentales de economías avanzadas entre los fondos. Según los datos de Lipper, los bonos corporativos de alto rendimiento de los EEF parecen haber asignado menos al efectivo y a los bonos gubernamentales de las economías avanzadas a fines de 2021 que a fines de 2019 (Gráfico 1, panel derecho).

■ Desde una perspectiva transversal, los fondos con estrategias de inversión que se inclinan hacia tenencias de activos menos líquidos también tienden a mantener asignaciones más altas al efectivo que los fondos expuestos a instrumentos más líquidos. El análisis transversal de las asignaciones al efectivo confirma que los fondos que invierten predominantemente en activos menos líquidos tienden a asignar una mayor proporción de AUM al efectivo. Por ejemplo, según los datos de Morningstar, los OEF de capital mantuvieron entre el 1% y el 3% de AUM en efectivo entre 2016 y 2021. Durante el mismo período, y utilizando la misma fuente de datos, los fondos fiduciarios de deuda corporativa mantuvieron entre el 4% y el 7% de los activos en efectivo y los bonos de economías de mercados emergentes (EME) que tenían entre el 7% y el 9% en efectivo.13

■ La investigación académica también ha examinado los cambios en el desajuste general de liquidez estructural. Sobre la base de información sobre AUM de fondos, valores de activos netos (NAV) y liquidación de activos de cartera, un documento encuentra que los OEF de bonos aumentaron la transformación de liquidez agregada entre 2011 y 2017.14 Otro documento presenta datos de que ciertos OEF de renta fija de EE. UU. redujeron el desajuste de liquidez estructural en respuesta a los cambios regulatorios tras la adopción por parte de la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) de nuevos requisitos de liquidez de fondos en 2017.15 Análisis del FSB de las medidas del balance a nivel de fondo La transformación de liquidez por parte de los FSE de renta fija en jurisdicciones que representan aproximadamente el 83% del total de activos de la OEF de renta fija sugiere pocos cambios generales en la transformación de liquidez de estos fondos entre 2018 y 2020.16



En conjunto, estos resultados sugieren que no ha habido una reducción mensurable en el grado de desajuste estructural de liquidez en todo el sector de la OEF, a pesar de que el análisis estuvo sujeto a una serie de limitaciones y supuestos que sugieren que los resultados deben interpretarse con cautela. Además, a medida que el sector de la OEF ha crecido en términos absolutos, lo que refleja la creciente importancia de la financiación basada en el mercado, también ha aumentado el impacto potencial de las vulnerabilidades que pueden surgir del desajuste estructural de liquidez de las OEF. Esta evolución se ha producido en un contexto de menor oferta de liquidez en determinados mercados de activos en condiciones de tensión, lo que puede afectar a la capacidad de los mercados para satisfacer la mayor demanda de liquidez de los OSE y otros inversores.

4. Próximos pasos

El FSB y la OICV llevarán a cabo un trabajo de política de seguimiento para mejorar la efectividad de las recomendaciones del FSB.

Sobre la base de los hallazgos y las implicaciones políticas de la evaluación del FSB de la efectividad de las Recomendaciones del FSB, el FSB y la OICV tomarán las siguientes medidas:

■ Revisiones de las Recomendaciones del CEF para abordar el desajuste estructural de liquidez y promover una mayor inclusión y uso de los LMT, así como para aclarar las funciones apropiadas de los gestores de fondos y las autoridades en la implementación de estas recomendaciones (cronograma: informe consultivo a mediados de 2023; Recomendación revisada del CEF a fines de 2023).

• El CEF, en consulta con la OICV, llevará a cabo revisiones específicas de la Recomendación 3 del CEF para lograr los resultados de política descritos en la Sección 7 de este informe. Este trabajo incluirá (i) desarrollar aún más el enfoque de "bucketing" descrito en la Sección 7.1; (ii) considerar los factores que los gerentes y las autoridades deben tener en cuenta al determinar qué activos son "líquidos", "menos líquidos" e "ilíquidos"; iii) considerar cómo identificar los fondos que "invierten principalmente" en una clase de activos frente a los que asignan una "proporción significativa" de activos bajo gestión de activos a una clase de activos, así como los casos en que los fondos pueden no clasificarse fácilmente en uno de los tres "grupos"; y (iv) factores determinantes que los administradores y las autoridades deben tener en cuenta al considerar la idoneidad de los términos de reembolso (incluidos los períodos de notificación y liquidación) para los fondos, como se describe en la Sección 7.1.

• El FSB, en consulta con IOSCO, llevará a cabo revisiones específicas a las Recomendaciones 4, 5 y 8 del FSB para lograr los resultados de política descritos en la Sección 7. Esto buscaría promover una mayor inclusión de LMT anti dilución (como los precios oscilantes y las ADL) destinados a transferir los costos explícitos e implícitos de los reembolsos (incluido cualquier impacto significativo en el mercado de las ventas de activos) para redimir a los inversores en los documentos constitucionales de OEF. Las revisiones también tendrían por objeto fomentar un mayor uso y una mayor coherencia en el uso de estas herramientas en condiciones normales y de tensión del mercado, incluso para evitar cualquier efecto umbral.

■ Puesta en práctica de las Recomendaciones revisadas del CEF a través de enmiendas a las Recomendaciones de la OICV 2018 y buenas prácticas de apoyo (cronograma: por determinar, tras las revisiones de las Recomendaciones del CEF).

■ Desarrollo de una guía detallada de IOSCO sobre LMT para complementar las Recomendaciones revisadas del FSB (cronograma: informe consultivo a mediados de 2023; orientación final a fines de 2023).

• IOSCO, en consulta con el FSB, desarrollará una guía detallada sobre el diseño y uso de LMT por parte de los fondos y la supervisión de los LMT por parte de las juntas de fondos o depositarios. Este trabajo incluiría la identificación de los factores que los gestores deberían considerar al emplear LMT anti dilución para imponer los costos explícitos e implícitos de los reembolsos a los inversores redimidos tanto en condiciones normales como de mercado estresadas. El trabajo se basaría en una divulgación dirigida a los participantes del mercado para obtener una mejor comprensión de cómo se diseñan actualmente los LMT y evaluar los obstáculos operativos o regulatorios existentes que impiden el uso efectivo de los LMT. La orientación se diseñaría con miras a superar estos obstáculos.

■ Mejora de la disponibilidad de datos relacionados con la OEF para el seguimiento de la estabilidad financiera. (Cronograma: programa piloto voluntario, incluida la evaluación de costo-beneficio, e informar los hallazgos al Comité Permanente de Cooperación Supervisora y Regulatoria del FSB en el segundo semestre de 2023; trabajo de seguimiento para cerrar las brechas de datos en 2024).

• El CEF, en consulta con la OICV, tratará de cerrar las brechas de datos identificadas relacionadas con el desajuste de liquidez de la OEF, el uso de LMT y los riesgos concomitantes para la estabilidad financiera. Esto incluirá un programa piloto voluntario entre las jurisdicciones miembros para examinar cómo mejorar la disponibilidad y facilidad de uso de los datos, incluido el costo y el esfuerzo necesarios para ampliar la cobertura de datos y la presentación de informes; y dar prioridad a las brechas de datos para cerrar con el fin de mejorar la capacidad de los bancos centrales y los reguladores de valores para monitorear las vulnerabilidades clave de OEF relacionadas con el desajuste de liquidez.

■ Fomento del uso de pruebas de resistencia. (Cronología: taller FSB-IOSCO a fines de 2023 / principios de 2024).

• El CEF y la OICV promoverán el intercambio de experiencias entre las autoridades sobre el diseño y el uso de pruebas de resistencia a nivel de fondo y sistema para apoyar la gestión del riesgo de liquidez del FSE e informar las evaluaciones de vulnerabilidades y el desarrollo de políticas.

El CEF y la OICV supervisarán el progreso realizado por las jurisdicciones miembros en la implementación de sus respectivas Recomendaciones revisadas. Este monitoreo será seguido, una vez que la implementación esté lo suficientemente avanzada, con una evaluación de la efectividad de las medidas de política de las jurisdicciones para abordar los riesgos para la estabilidad financiera derivados del desajuste de liquidez de OEF.