

## III

(Actos preparatorios)

## BANCO CENTRAL EUROPEO

### DICTAMEN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

de 24 de mayo de 2012

acerca de un proyecto de reglamento delegado de la Comisión que completa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las exenciones, condiciones generales de funcionamiento, depositarios, apalancamiento, transparencia y supervisión

(CON/2012/42)

(2013/C 47/01)

#### Introducción y fundamento jurídico

El 18 de abril de 2012 el Banco Central Europeo (BCE) recibió de la Comisión una solicitud de dictamen acerca de un proyecto de reglamento delegado de la Comisión que completa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las exenciones, condiciones generales de funcionamiento, depositarios, apalancamiento, transparencia y supervisión (en adelante, el «proyecto de reglamento delegado»).

La competencia consultiva del BCE se basa en el apartado 4 del artículo 127 y el apartado 5 del artículo 282 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, pues el proyecto de reglamento delegado contiene disposiciones que afectan a la contribución del Sistema Europeo de Bancos Centrales a la buena gestión de las políticas con respecto a la estabilidad del sistema financiero, conforme establece el apartado 5 del artículo 127 del Tratado. De acuerdo con la primera frase del artículo 17.5 del Reglamento interno del Banco Central Europeo, el presente dictamen ha sido adoptado por el Consejo de Gobierno.

#### Observaciones particulares

##### 1. Apalancamiento

1.1. El BCE ya ha manifestado en anteriores ocasiones que el concepto de apalancamiento al que se hace referencia en la Directiva 2011/61/UE <sup>(1)</sup> es un elemento esencial del modelo de negocio de muchos gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) <sup>(2)</sup>. En general, el BCE concuerda con la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) en que la información acerca del nivel de apalancamiento calculado sobre la base de la exposición bruta es fundamental para el seguimiento del riesgo sistémico y en que esta información debería facilitarse igualmente a los inversores. Si bien un apalancamiento excesivo puede generar riesgos considerables para la estabilidad financiera, el nivel de apalancamiento no es el único riesgo de los fondos de inversión alternativos (FIA). Por ello, debe complementarse la información sobre apalancamiento aportando información relevante acerca de otras fuentes de riesgos. En este contexto, es importante mantener separados los distintos requisitos dirigidos a hacer frente a cada una de las fuentes de riesgos, entre las que se incluyen el riesgo de posición, es decir, el riesgo de mercado y el riesgo crediticio que implican inversiones concretas, y el apalancamiento de los FIA.

<sup>(1)</sup> 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 (DO L 174 de 1.7.2011, p. 1).

<sup>(2)</sup> Dictamen del BCE CON/2009/81, de 16 de octubre de 2009, sobre una propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2004/39/CE y 2009/.../CE (DO C 272 de 13.11.2009, p. 1). Todos los dictámenes del BCE se publican en la dirección del BCE en internet <http://www.ecb.europa.eu>

- 1.2. Por razones de coherencia, y para evitar el arbitraje reglamentario, el BCE considera adecuado que los métodos de cálculo del apalancamiento que se adopten sean, en la medida de lo posible, coherentes con el marco de Basilea III <sup>(1)</sup>, la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión <sup>(2)</sup> y la propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión <sup>(3)</sup> (a que se hará referencia conjunta en adelante como la «propuesta CRD IV») <sup>(4)</sup>. Esta coherencia debería asegurarse, por ejemplo, por referencia al reconocimiento de las operaciones de cobertura y el tratamiento de los empréstitos de efectivo. Además, podría tenerse en cuenta igualmente una referencia cruzada a los conceptos que se establecen en la propuesta CRD IV <sup>(5)</sup>.
- 1.3. Como se afirma en el apartado 1.1, en opinión del BCE, cuando se calcula una exposición debe distinguirse entre: a) el riesgo inherente de los activos (carteras) que adquieren los FIA, esto es, el «riesgo de posición», y b) el apalancamiento efectivo. Es por ello preciso mantener separadas las dos fuentes de riesgos a la hora de calcular el apalancamiento de los FIA. Así, por ejemplo, aunque los empréstitos de efectivo procedentes de fuentes externas que no son invertidos no están efectivamente expuestos ni al riesgo de mercado ni al de crédito, incrementan el apalancamiento efectivo del FIA. Sin embargo, la propuesta CRD IV no parece diferenciar entre los distintos tipos de empréstitos de efectivo <sup>(6)</sup>.
- 1.4. El proyecto de reglamento delegado remite a la aplicación del método bruto y del método del compromiso <sup>(7)</sup>, en detrimento del método avanzado <sup>(8)</sup>, ya que en este no se garantizaría que los resultados fuesen comparables. El BCE entiende que el método avanzado, cuyas normas son más laxas que las del método del compromiso, fue diseñado para los GFIA que gestionan FIA para los que este no sería adecuado o no daría resultados relevantes. El BCE apoya la decisión de la Comisión de no incluir el método avanzado, ya que la aplicación de los métodos bruto y del compromiso son suficientes y aportan información útil tanto a los inversores como a las autoridades supervisoras competentes sobre el apalancamiento de los FIA.

## 2. Gestión de riesgos

El proyecto de reglamento delegado exige que los GFIA separen su función de gestión de riesgos de su función operativa, y sugiere que esto se logrará cuando los GFIA cumplan un listado exhaustivo de condiciones contingentes <sup>(9)</sup>. En caso de no cumplirse estas condiciones, el órgano rector del GFIA pondrá en marcha medidas protectoras destinadas a minimizar los conflictos de intereses que podrían suponer un riesgo para el desempeño en condiciones de independencia de las actividades de gestión de riesgos <sup>(10)</sup>. En este sentido, el BCE apoya la separación de la función de gestión de riesgos de las funciones operativas y de gestión. Convendría que la Comisión encargara a la AEVM la elaboración de directrices generales que establezcan criterios objetivos para evitar una aplicación no uniforme en toda la Unión y el seguimiento de su aplicación.

<sup>(1)</sup> Véase «Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios», Comité de supervisión bancaria de Basilea, diciembre de 2010, versión actualizada de junio de 2011.

<sup>(2)</sup> Y por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero. COM(2011) 453 final.

<sup>(3)</sup> COM(2011) 452 final.

<sup>(4)</sup> Una definición armonizada de apalancamiento no implicaría la armonización del método de estimación de la ratio de apalancamiento para las entidades de crédito y los FIA.

<sup>(5)</sup> Véase la definición de apalancamiento del apartado 86 del artículo 4 de la propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, COM(2011) 452 final.

<sup>(6)</sup> De acuerdo con la propuesta CRD IV, todos los empréstitos de efectivo se registran en el balance, por lo que, dentro de este marco, aumentan el apalancamiento independientemente del uso posterior de los fondos recibidos. El valor de exposición de las partidas reflejadas en el balance es generalmente equivalente a su valor contable una vez aplicados ajustes de valoración específicos, por ejemplo, por riesgo crediticio; véase el apartado 5 del artículo 416 conjuntamente con el apartado 1 del artículo 106 de la propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, COM(2011) 452 final.

<sup>(7)</sup> Capítulo II, sección 2, artículos 9 y 10, del proyecto de reglamento delegado.

<sup>(8)</sup> Véase el asesoramiento técnico de la AEVM a la Comisión Europea sobre las posibles medidas de ejecución de la Directiva sobre los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos, de 16 de noviembre de 2011 (en adelante, el «asesoramiento de la AEVM»), ESMA/2011/379, p. 459.

<sup>(9)</sup> Artículo 43 del proyecto de reglamento delegado.

<sup>(10)</sup> Artículo 44 del proyecto de reglamento delegado.

### 3. *Inversión en posiciones de titulización*

- 3.1. El proyecto de reglamento delegado <sup>(1)</sup> dispone que los GFIA pueden invertir en posiciones de titulización a condición de que sometan al patrocinador y al originador a un minucioso proceso de diligencia debida. Concretamente, el proyecto de reglamento delegado dispone que, antes de invertir en instrumentos titulizados, un GFIA debe: a) cumplir ciertos requisitos cualitativos, como una correcta comprensión del perfil de riesgo de las inversiones y unas políticas y procedimientos formales adecuados <sup>(2)</sup>; y b) garantizar que los patrocinadores, e igualmente los originadores, cumplen una serie de requisitos cualitativos, entre los que se incluyen condiciones de gestión efectiva de riesgos, estrategias de diversificación adecuadas, etc. <sup>(3)</sup>.
- 3.2. El BCE respalda los criterios cualitativos que favorecen una adecuada percepción de los riesgos, por parte de los GFIA, antes de invertir en productos titulizados. En lo que se refiere a lo previsto en el apartado 3.1.b), es posible que la obligación de los GFIA de garantizar que los originadores y patrocinadores dispongan de procedimientos adecuados de gestión de riesgos resulte difícil de aplicar, ya que puede que los GFIA no dispongan de la capacidad de verificar directamente los criterios que forman parte de los procedimientos internos del patrocinador o del originador.
- 3.3. A fin de asegurar que los mencionados requisitos no restringen la inversión por parte de los GFIA en productos titulizados, obstaculizando así la consecución del objetivo general de reanimar el mercado de titulización, el proyecto de reglamento delegado podría disponer que la AEVM dicte unas directrices generales que concreten la documentación que deben presentar los patrocinadores u originadores a los GFIA en lo relativo a los requisitos cualitativos mencionados.

### 4. *Funciones de depositario*

- 4.1. El BCE celebra el conjunto amplio de obligaciones que se asignan a los depositarios <sup>(4)</sup> en el proyecto de reglamento delegado. En particular, el BCE opina que los requisitos concretos <sup>(5)</sup> limitarán, en gran medida, el riesgo de custodia de los inversores en los FIA.
- 4.2. El BCE apoya el estricto régimen de responsabilidades que introduce la Directiva 2011/61/UE y se concreta en el proyecto de reglamento delegado <sup>(6)</sup>. No obstante, el BCE observa que este régimen de responsabilidades, junto con las futuras enmiendas (OICVM V) <sup>(7)</sup> a la 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 (OICVM) <sup>(8)</sup>, podría someter a los depositarios a costosas reclamaciones de responsabilidad. En el caso de determinados depositarios, las sumas reclamadas podrían suponer pérdidas que incluso multipliquen en varias veces su propio capital. Por ello, el BCE entiende que es imperativo que los depositarios, independientemente de que se trate de entidades de crédito, de empresas de inversión o de otras entidades supervisadas <sup>(9)</sup>, gestionen adecuadamente estos riesgos y den cuenta de los mismos de acuerdo con las respectivas normas de requisitos de capital. El próximo proceso regulador OICVM V supone una gran oportunidad para abordar esta cuestión tanto en lo que se refiere a los OICVM como a los depositarios de FIA.

### 5. *Obligaciones de información e intercambio de información*

- 5.1. El BCE acoge con satisfacción las obligaciones de información que establece el artículo 112 del proyecto de reglamento delegado. Así, de acuerdo con el apartado 7 de dicho artículo, los GFIA deben presentar la información utilizando el formulario uniforme que se establece en el anexo al proyecto de reglamento delegado. A este respecto, el BCE está de acuerdo con los requisitos concretos de información que sugiere la AEVM en su documento de asesoramiento <sup>(10)</sup>, según los cuales parte de la información se recaba con una periodicidad mensual, y en los que se sugiere además la presentación de información adicional sobre los perfiles históricos de riesgo de los FIA. Esta mayor pormenorización de la información es importante para la consecución de un marco completo de seguimiento del riesgo sistémico.

<sup>(1)</sup> Véase el capítulo III, sección 5, del proyecto de reglamento delegado.

<sup>(2)</sup> Artículo 55 del proyecto de reglamento delegado.

<sup>(3)</sup> Artículo 54 del proyecto de reglamento delegado.

<sup>(4)</sup> Véase el capítulo IV, sección 2, del proyecto de reglamento delegado.

<sup>(5)</sup> Véanse los artículos 91, 92, 98, 100 y 101 del proyecto de reglamento delegado.

<sup>(6)</sup> Véase el capítulo IV, sección 3, del proyecto de reglamento delegado.

<sup>(7)</sup> Véase, asimismo, el documento de consulta de la Comisión acerca de la función de depositario de los OICVM y de la remuneración de los directores de los OICVM, de 14 de diciembre de 2010.

<sup>(8)</sup> DO L 302 de 17.11.2009, p. 32.

<sup>(9)</sup> Véase el apartado 3 del artículo 21 de la Directiva 2011/61/UE.

<sup>(10)</sup> Véase el anexo V al asesoramiento de la AEVM.

- 5.2. Sin perjuicio de lo anterior, estas obligaciones de presentación de información a las autoridades competentes, en especial las que establece el apartado 1 del artículo 112 del proyecto de reglamento delegado, se solapan en gran medida con las obligaciones de información estadística que establece el Reglamento BCE/2007/8, de 27 de julio de 2007, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión <sup>(1)</sup>. El BCE, por ello, considera que existe margen para limitar la carga informadora de los GFIA mediante la armonización de ciertas obligaciones de información de las autoridades competentes y las obligaciones de información estadística del BCE <sup>(2)</sup>. En este sentido, el BCE está dispuesto a debatir con la Comisión y la AEVM el modo en que deben armonizarse esas obligaciones de información.
- 5.3. Por último, en lo relativo al intercambio de información, el proyecto de reglamento delegado <sup>(3)</sup> permite a las autoridades nacionales un razonable grado de discrecionalidad en lo referente a las condiciones en que debe compartirse con la AEVM y la JERS la información pertinente para el seguimiento del riesgo sistémico <sup>(4)</sup>. El BCE sugiere que, a fin de evitar ambigüedades, se aclaren las disposiciones anteriores.

En el anexo del presente dictamen figuran las propuestas de redacción específicas, acompañadas de explicaciones, correspondientes a las recomendaciones del BCE encaminadas a modificar el proyecto de reglamento delegado.

Hecho en Fráncfort del Meno, el 24 de mayo de 2012.

*El vicepresidente del BCE*  
Vitor CONSTÂNCIO

---

<sup>(1)</sup> DO L 211, de 11.8.2007, p. 8.

<sup>(2)</sup> Véase el apartado 10 del Dictamen CON/2009/81.

<sup>(3)</sup> Apartado 3 del artículo 7 y artículo 118 del proyecto de reglamento delegado.

<sup>(4)</sup> Compárese, a este respecto, la letra d) del apartado 3 del artículo 3 y el artículo 53 de la Directiva 2011/61/UE, por un lado, con el apartado 3 del artículo 7 y el artículo 118 del proyecto de reglamento delegado, por el otro.

## ANEXO

## Propuestas de redacción

Texto que propone la Comisión	Modificaciones que propone el BCE (1)
<b>1ª modificación</b> Preámbulo del proyecto de reglamento delegado (nuevo)	
<p>«Visto el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea,</p> <p>Vista 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, y en particular el apartado 6 del artículo 3 [...] y el apartado 3 del artículo 53,</p> <p>Considerando lo siguiente»</p>	<p>«Visto el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea,</p> <p>Vista 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, y en particular el apartado 6 del artículo 3 [...] y el apartado 3 del artículo 53,</p> <p><b>Visto el dictamen del Banco Central Europeo,</b></p> <p>Considerando lo siguiente:»</p>

## Explicación

De acuerdo con el artículo 296 del Tratado, que dispone que los actos jurídicos se referirán a los dictámenes previstos por los Tratados, es necesaria la modificación propuesta a fin de reflejar que el proyecto de reglamento delegado se adopta de acuerdo con el apartado 4 del artículo 127 y el apartado 5 del artículo 282. Estas disposiciones establecen la obligación de consultar al BCE acerca de cualquier propuesta de acto jurídico de la Unión que afecte a su ámbito competencial. En lo referente a la función consultiva del BCE en relación con los proyectos de actos delegados y de ejecución, se remite al apartado 4 del Dictamen del BCE CON/2012/5, de 25 de enero de 2012, acerca de una propuesta de directiva relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión y una propuesta de reglamento sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión (2).

## 2ª modificación

Considerando 42 bis del proyecto de reglamento delegado (nuevo texto)

[No hay texto]	<p><b>«La alta dirección de los GFIA debe aprobar la lista de intermediarios principales autorizados. Los GFIA deben seleccionar, de entre la lista, a los intermediarios principales. Puesto que un intermediario principal puede tener una importancia sistémica, los fondos de inversión libre deben utilizar más de un intermediario principal escogido de la lista aprobada.»</b></p>
----------------	--

## Explicación

El artículo 27 del proyecto de reglamento delegado dispone unos requisitos pormenorizados para la selección y nombramiento de los intermediarios principales. El BCE apoya los criterios allí incluidos, así como la condición de que la lista de intermediarios principales debe ser aprobada por la alta dirección del GFIA. Además, habida cuenta de la posible importancia sistémica de un intermediario principal para un fondo de inversión libre, el proyecto de reglamento delegado debería igualmente establecer la obligación de los GFIA, en principio, de utilizar múltiples intermediarios principales, en consonancia con la práctica actual de los mercados.

## 3ª modificación

Apartados 6 y 7 del artículo 5 del proyecto de reglamento delegado (nuevo texto)

[No hay texto]	<p><b>«6. Las notificaciones recibidas en virtud del apartado 3 se remitirán a la AEVM.</b></p> <p><b>7. La AEVM podrá establecer directrices encaminadas a impulsar la armonización de la evaluación por las autoridades competentes de las situaciones temporales mencionadas en el presente artículo.»</b></p>
----------------	---

Texto que propone la Comisión	Modificaciones que propone el BCE <sup>(1)</sup>
<i>Explicación</i>	
<i>El BCE celebra la inclusión en el proyecto de reglamento delegado del artículo 5, que establece una exención del deber de inscripción para los GFIA que solo ocasionalmente sobrepasan el umbral de inscripción obligatoria. No obstante, es posible que algunos GFIA hagan un uso inadecuado de esta exención; por ello, sería conveniente establecer la obligación de las autoridades competentes de remitir a la AEVM las notificaciones de rebasamiento del umbral recibidas de los GFIA, a fin de favorecer la armonización de los métodos de evaluación de los rebasamientos temporales de las distintas autoridades nacionales.</i>	
<b>4ª modificación</b>	
Letra c) del apartado 3 del artículo 46 del proyecto de reglamento delegado	
<p>«3. A los efectos del apartado 1, el GFIA adoptará, en relación con cada FIA que administre, las siguientes medidas:</p> <p>[...]</p> <p>c) realizar con regularidad pruebas de estrés y análisis de situación adecuados a fin de abordar los riesgos que puedan derivar de cambios en las condiciones del mercado potencialmente perjudiciales para el FIA;</p> <p>[...]</p>	<p>«3. A los efectos del apartado 1, el GFIA adoptará, en relación con cada FIA que administre, las siguientes medidas:</p> <p>[...]</p> <p>c) realizar <b>al menos una vez cada trimestre con regularidad</b> pruebas de estrés y análisis de situación adecuados a fin de abordar los riesgos que puedan derivar de cambios en las condiciones del mercado potencialmente perjudiciales para el FIA;</p> <p>[...]</p>
<i>Explicación</i>	
<i>El BCE, en interés de la estabilidad financiera, recomienda que la frecuencia de las pruebas de estrés y los análisis de situación se aumente a una periodicidad al menos trimestral, al objeto de evaluar la capacidad del FIA estudiado de soportar perturbaciones financieras, económicas o idiosincráticas.</i>	
<b>5ª modificación</b>	
Letra c) del apartado 2 del artículo 51 del proyecto de reglamento delegado	
<p>«2. Los GFIA realizarán periódicamente pruebas de estrés, tanto en condiciones de normalidad como en condiciones de liquidez excepcionales, que les permitan evaluar el riesgo de liquidez de cada FIA que administren. Las pruebas de estrés:</p> <p>[...]</p> <p>e) se realizarán con la periodicidad adecuada en función de las características del FIA, teniendo en cuenta su estrategia de inversión, perfil de liquidez, tipo de inversor y política de reembolso, y en todo caso, al menos una vez al año.»</p>	<p>«2. Los GFIA realizarán periódicamente pruebas de estrés, tanto en condiciones de normalidad como en condiciones de liquidez excepcionales, que les permitan evaluar el riesgo de liquidez de cada FIA que administren. Las pruebas de estrés:</p> <p>[...]</p> <p>e) se realizarán con la periodicidad adecuada en función de las características del FIA, teniendo en cuenta su estrategia de inversión, perfil de liquidez, tipo de inversor y política de reembolso, y en todo caso, al menos una vez <b>cada trimestre al año.</b>»</p>
<i>Explicación</i>	
<i>Véase la explicación de la 4ª modificación.</i>	
<b>6ª modificación</b>	
Artículo 117 bis del proyecto de reglamento delegado (nuevo texto)	
[No hay texto]	<p><b>«Al objeto de facilitar la celebración de acuerdos de cooperación y de garantizar una aplicación uniforme del artículo 37 de la Directiva 2011/61/UE, la AEVM podrá establecer directrices para determinar las condiciones de aplicación de la presente sección.»</b></p>
<i>Explicación</i>	
<i>El BCE apoya la colaboración entre las autoridades competentes de los Estados miembros y terceros países por medio de acuerdos de cooperación. A tal efecto, resulta esencial la coordinación entre los Estados miembros a fin de limitar en lo posible las discordancias entre sus respectivas políticas. Una participación directa de la AEVM, de acuerdo con los apartados 16 y 17 del artículo 37 de la Directiva 2011/61/UE, contribuiría a garantizar un planteamiento coherente de los distintos Estados miembros frente a terceros países.</i>	
<sup>(1)</sup> El texto en negrita indica las novedades que propone el BCE. El texto tachado es lo que el BCE propone suprimir.	
<sup>(2)</sup> DO C 105 de 11.4.2012, p. 1.	