

I

(Resoluciones, recomendaciones y dictámenes)

RECOMENDACIONES

JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO

RECOMENDACIÓN DE LA JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO

de 20 de diciembre de 2012

sobre fondos del mercado monetario

(JERS/2012/1)

(2013/C 146/01)

LA JUNTA GENERAL DE LA JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO,

Visto el Reglamento (UE) n° 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico ⁽¹⁾, y, en particular, su artículo 3, apartado 2, letras b), d) y f), y sus artículos 16 a 18,

Vista la Decisión JERS/2011/1 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 20 de enero de 2011, por la que se adopta el Reglamento interno de la Junta Europea de Riesgo Sistémico ⁽²⁾, y, en particular, su artículo 15, apartado 3, letra e), y sus artículos 18 a 20,

Considerando lo siguiente:

- (1) Los fondos del mercado monetario (FMM), aun cuando están sujetos a la regulación del mercado de valores, son un componente clave del sistema bancario en la sombra, en particular dado que realizan transformaciones de vencimientos y liquidez, por lo que pueden suponer un riesgo sistémico.
- (2) Los inversores pueden percibir los FMM, en particular los fondos con valor liquidativo constante que tratan de mantener un valor nominal invariable, como alternativas seguras a los depósitos bancarios. No obstante los FMM no tienen acceso directo a una red de protección pública, como por ejemplo la financiación del banco central y la garantía de los depósitos. Existe por lo tanto un riesgo de confusión con los depósitos bancarios que se benefician de dicha red de protección.
- (3) Como norma general, los FMM no se benefician de medidas de apoyo explícito y firme de sus promotores, a

menudo entidades de crédito, aunque ha habido casos en los que los promotores han apoyado activamente a FMM con problemas *a posteriori*, de forma discrecional.

- (4) Los estudios económicos muestran que el comportamiento y la naturaleza de los FMM los hace vulnerables a fugas de inversores desestabilizadoras, que se pueden propagar rápidamente entre los fondos, obstaculizando la liquidez y la disponibilidad de crédito a corto plazo, en particular para las entidades de crédito. El riesgo de fuga de inversores puede ser mayor para fondos con valor liquidativo constante en los casos en los que exista la percepción de que no estarán a la altura de las expectativas de reembolso a la par de los inversores.
- (5) Aunque los FMM no causaron la crisis financiera de 2007 y 2008, su actuación durante ella puso de relieve su potencial para extender o incluso amplificar una crisis. La experiencia de la crisis de 2007 y 2008 ha mostrado que los FMM pueden sufrir fugas de inversores y necesitar el apoyo de los promotores, en particular para mantener su valor liquidativo constante.
- (6) Por lo tanto, los potenciales riesgos sistémicos derivados de los FMM se refieren a la ventaja de los inversores de solicitar el reembolso antes que los demás partícipes (especialmente relevante para los fondos con valor liquidativo constante), la naturaleza implícita y discrecional del apoyo de los promotores, y la alta interconexión de los FMM con el resto del sistema financiero, en particular entidades de crédito y mercados monetarios.
- (7) Tras evaluar las causas de la reciente crisis financiera, varios reguladores nacionales y organizaciones internacionales señalaron la necesidad de reformas estructurales

⁽¹⁾ DO L 331 de 15.12.2010, p. 1.

⁽²⁾ DO C 58 de 24.2.2011, p. 4.

de los FMM. El 27 de octubre de 2011, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) publicó un conjunto de recomendaciones iniciales para fortalecer la supervisión y regulación del sistema bancario en la sombra. En particular, el FSB señaló como cuestiones fundamentales a tratar el cambio obligatorio al valor liquidativo variable, las exigencias de capital y liquidez para fondos con valor liquidativo constante, y otros posibles criterios de regulación.

- (8) A solicitud del FSB, el 9 de octubre de 2012 la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) publicó recomendaciones con el objeto de mitigar la propensión de los FMM a fugas de inversores. Aun cuando una parte sustancial de estas recomendaciones de la IOSCO ya ha sido abordada a nivel de la Unión Europea, existen todavía algunas lagunas.
- (9) Los reguladores de Estados Unidos han trabajado en la revisión del marco de los FMM. En particular la Comisión del Mercado de Valores (SEC) ha revisado su Norma 2a-7. Además, el 13 de noviembre de 2012, el Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera sometió las Recomendaciones Propuestas Relativas a la Reforma del Fondo de Inversión del Mercado Monetario a consulta pública.
- (10) En mayo de 2010, el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores publicó directrices sobre una definición común de «FMM» europeos a fin de establecer nuevas normas comunes que aborden las deficiencias identificadas durante la crisis financiera. En particular, las directrices imponen normas estrictas en lo que se refiere a vencimiento y calidad de cartera, gestión del riesgo y divulgación de información. Estas directrices no vinculantes se dirigen tanto a fondos OICVM como no OICVM, y han sido incorporadas por Estados miembros en el ámbito nacional.
- (11) La Comisión Europea ha declarado su intención de adoptar nuevas medidas legislativas sobre los OICVM a nivel de la Unión, examinando en particular la necesidad de una regulación más detallada y armonizada de los FMM ⁽¹⁾.
- (12) Con arreglo al Reglamento (UE) n° 1092/2010, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) puede dirigir recomendaciones a la Comisión también respecto de la legislación pertinente de la Unión. Estas recomendaciones tienen por objeto orientar al respecto a la Comisión, así como a la ESMA en su calidad de asesor y regulador.
- (13) Mientras que las fugas de inversores pueden ocurrir con todo tipo de fondos con desajustes de vencimiento o liquidez, los fondos con valor liquidativo constante poseen características que sugieren que un inversor podría buscar la ventaja de solicitar el reembolso antes que los demás partícipes en períodos de estrés en los mercados financieros. La conversión en fondos con valor liquidativo variable podría reducir el incentivo de fuga cuando un fondo experimenta una pérdida moderada y podría aumentar más la transparencia de precios. Puede asimismo ayudar a hacer frente a los riesgos sistémicos asociados a la interconexión de los FMM con los promotores, y reducir la necesidad e importancia del apoyo de los promotores.
- (14) El uso generalizado por los FMM de la contabilidad por el valor razonable y, solo en ciertos casos, de la contabilidad por el coste amortizado, proporcionará transparencia de precios a los inversores, mejorará su comprensión de los riesgos inherentes a estos FMM, y aclarará la diferencia entre los FMM y los depósitos bancarios.
- (15) Los activos líquidos ayudan a los FMM a reembolsar a los partícipes y previenen la liquidación de activos a pérdida, previniendo asimismo el efecto contagio a otros fondos que mantienen activos similares. Por lo tanto, las cantidades mínimas explícitas de activos con liquidez diaria y semanal garantizarán que los FMM puedan hacer frente a solicitudes de amortización potencialmente grandes de los inversores y soportar períodos de volatilidad de los mercados. Instrumentos efectivos para afrontar las restricciones de liquidez, tales como las suspensiones temporales de reembolsos, ayudarán a los FMM a abordar períodos de tensión.
- (16) La publicación de información adicional por los FMM sobre aspectos importantes como la ausencia de garantía de capital, el apoyo de los promotores y las prácticas de valoración asegurará que los inversores conozcan con claridad los riesgos existentes.
- (17) La provisión de información más detallada por los FMM permitirá a las autoridades supervisoras entender mejor la evolución del sector de los FMM e identificar las fuentes de riesgo. Por lo tanto, debe intensificarse aún más la información periódica de los FMM, en particular respecto de la composición de sus activos y pasivos, el uso de la contabilidad por el coste amortizado y el apoyo de los promotores. La autoridad supervisora nacional competente debe compartir la información pertinente con las autoridades nacionales y europeas que corresponda.
- (18) De acuerdo con el considerando 29 del Reglamento (UE) n° 1092/2010, en la elaboración de la presente recomendación se han tenido en consideración las observaciones de los interesados del sector privado.
- (19) La presente recomendación se entiende sin perjuicio de los mandatos de política monetaria de los bancos centrales de la Unión.

⁽¹⁾ Consulta sobre normas de producto, gestión de liquidez, depositario, fondos del mercado monetario e inversiones a largo plazo, de 26 de julio de 2012.

- (20) Las recomendaciones de la JERS se publican una vez que la Junta General haya informado de su propósito al Consejo de la Unión Europea y este haya tenido oportunidad de responder.

HA ADOPTADO LA PRESENTE RECOMENDACIÓN:

SECCIÓN 1

RECOMENDACIONES

Recomendación A – Conversión obligatoria al modelo con valor liquidativo variable

Se recomienda a la Comisión que vele por que la legislación de la Unión aplicable:

- 1) exija que los fondos del mercado monetario (FMM) tengan un valor liquidativo variable;
- 2) exija que los FMM hagan un uso general de la valoración razonable y restrinjan el uso de la contabilidad de coste amortizado a un número limitado de circunstancias predefinidas.

Recomendación B – Exigencias de liquidez

Se recomienda a la Comisión que vele por que la legislación de la Unión aplicable:

- 1) complemente las actuales exigencias de liquidez para los FMM estableciendo cantidades mínimas explícitas de activos con liquidez diaria y semanal que los FMM deben mantener;
- 2) refuerce la responsabilidad de los gestores de fondos en lo que se refiere a la vigilancia del riesgo de liquidez;
- 3) garantice que las autoridades nacionales de supervisión y los gestores de los fondos cuenten con herramientas efectivas, por ejemplo, la suspensión temporal de los reembolsos, para hacer frente a restricciones de liquidez en momentos de tensión causados por circunstancias tanto particulares de un fondo como generales del mercado.

Recomendación C – Comunicación al público

Se recomienda a la Comisión que vele por que la legislación de la Unión aplicable:

- 1) exija a los FMM una comunicación específica, también en su material promocional, que señale a la atención de los inversores la ausencia de garantía del capital y la posibilidad de pérdida del principal de la inversión;
- 2) exija a los FMM que en la información que comunican al público incluyan una referencia al posible apoyo, capacidad de apoyo o protección del promotor solo si dicho apoyo o protección es un compromiso firme prestado por el promotor, en cuyo caso deberá estar reflejado en las cuentas y los requerimientos prudenciales del promotor;
- 3) exija a los FMM que comuniquen sus prácticas de valoración, particularmente en lo que se refiere al uso de la contabilidad

de coste amortizado, y que ofrezcan información adecuada a los inversores en lo que respecta a los procedimientos de reembolso aplicables en momentos de tensión.

Recomendación D – Comunicación e intercambio de información

1. Se recomienda a la Comisión que vele por que la legislación de la Unión aplicable:

- a) exija que cualquier apoyo del promotor que pudiera tener un impacto en el precio del FMM sea comunicado por el FMM o su gestor, y por el promotor, a la autoridad nacional de supervisión competente, junto con una descripción detallada de la naturaleza y del tamaño de dicho apoyo;
- b) mejore la comunicación periódica de los FMM;
- c) garantice que las autoridades nacionales de supervisión competentes, cuando resulte oportuno, compartan la información a que se refieren las letras a) y b) con otras autoridades nacionales de supervisión del mismo Estado miembro o de otros Estados miembros, las Autoridades Europeas de Supervisión, el Sistema Europeo de Bancos Centrales y la JERS.

2. Se recomienda a la Comisión que promueva la creación de un sistema de comunicación armonizado y de un conjunto de datos armonizado como se menciona en el párrafo 1, letra b), y la organización del intercambio de información mencionado en el párrafo 1, letra c).

SECCIÓN 2

APLICACIÓN

1. Interpretación

1. A los efectos de la presente recomendación, se entenderá por:
 - a) «entidad de crédito»: una entidad de crédito de las definidas en el artículo 4, punto 1, de la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio ⁽¹⁾;
 - b) «autoridad nacional de supervisión»: las autoridades competentes o de supervisión definidas en el artículo 1, apartado 3, letra f), del Reglamento (UE) n° 1092/2010;
 - c) «fondos del mercado monetario», las instituciones de inversión colectiva reguladas y supervisadas de la Unión cuyo objetivo principal es mantener el principal del fondo, mientras ofrecen una rentabilidad acorde a los tipos del mercado monetario, invirtiendo en instrumentos del mercado monetario o en depósitos con entidades de crédito;

⁽¹⁾ DO L 177 de 30.6.2006, p. 1.

- d) «fondo con valor liquidativo variable»: un fondo del mercado monetario que no busca mantener un valor nominal invariable y cuyo valor liquidativo, por tanto, fluctúa. Sus activos son generalmente valorados según su valor razonable;
- e) «fondo con valor liquidativo constante»: un fondo del mercado monetario que busca mantener un valor nominal invariable. Sus activos son generalmente valorados a coste amortizado;
- f) «ntabilidad de coste amortizado»: un criterio contable que considera el coste de adquisición de los valores y ajusta su valor por amortización de primas o descuentos hasta su vencimiento.
2. El anexo forma parte integral de la presente recomendación. En caso de discrepancia entre el cuerpo principal y el anexo, prevalecerá el primero.

2. Criterios de aplicación

1. La aplicación de la presente recomendación se regirá por los siguientes criterios:
- a) esta recomendación es de aplicación a todos los FMM según se definen en la misma;
- b) debe evitarse el arbitraje reglamentario;
- c) se prestará la debida consideración al principio de proporcionalidad en la aplicación, teniendo en cuenta el objetivo y el contenido de cada recomendación;
- d) en el anexo se establecen los criterios específicos para la aplicación de la presente recomendación.
2. Se pide a la Comisión que comunique a la JERS y al Consejo las medidas adoptadas en respuesta a esta recomendación o que justifique adecuadamente su inacción. El informe debe incluir como mínimo:
- a) información sobre el fondo y los plazos de las medidas adoptadas, incluyendo cualesquiera medidas adoptadas frente a las Autoridades Europeas de Supervisión;
- b) una valoración del funcionamiento de las medidas adoptadas desde la perspectiva de los objetivos de la presente recomendación;

- c) una justificación detallada de toda inacción o inaplicación de la recomendación, incluidos los retrasos en su aplicación.

3. Plazos de seguimiento

1. Se pide a la Comisión que informe a la JERS y al Consejo sobre las medidas adoptadas en respuesta a estas recomendaciones o que justifique adecuadamente su inacción, en los plazos señalados a continuación:
- a) 30 de junio de 2013 a más tardar: la Comisión presentará a la JERS un informe provisional que contenga una valoración preliminar de la aplicación de estas recomendaciones;
- b) 30 de junio de 2014 a más tardar: la Comisión presentará a la JERS y al Consejo el informe final sobre la aplicación de estas recomendaciones.
2. La Junta General podrá prorrogar los plazos establecidos en el apartado 1 si es necesario llevar a cabo iniciativas legislativas para el cumplimiento de una o varias recomendaciones.

4. Vigilancia y evaluación

1. La Secretaría de la JERS:
- a) prestará asistencia a la Comisión, entre otras cosas, facilitando los modelos pertinentes y especificando en caso necesario el modo y los plazos de seguimiento;
- b) verificará el seguimiento realizado por la Comisión, entre otras cosas, prestándole asistencia si así lo solicita, e informará sobre el seguimiento a la Junta General a través del Comité Director.
2. La Junta General evaluará las medidas y justificaciones comunicadas por la Comisión y, cuando proceda, decidirá si la presente recomendación no se ha aplicado y si el destinatario no ha justificado adecuadamente su inacción.

Hecho en Fráncfort del Meno, el 20 de diciembre de 2012.

El Presidente de la JERS

Mario DRAGHI

ANEXO A LA RECOMENDACIÓN DE LA JERS SOBRE FONDOS DEL MERCADO MONETARIO

ÍNDICE

	Página
LISTA DE ABREVIATURAS	6
RESUMEN	7
INTRODUCCIÓN	8
I. INICIATIVAS REGULADORAS RECIENTES	8
I.1 Iniciativas internacionales	8
I.2 Iniciativas europeas	9
II. FMM Y ESTABILIDAD FINANCIERA	10
II.1 La ventaja de solicitar el reembolso antes que los demás partícipes	10
II.2 Apoyo de promotores	11
II.3 Entorno económico actual	12
III. ESTRUCTURA DEL SECTOR DE FMM EUROPEO	12
III.1 Alcance de la encuesta específica realizada por la JERS	12
III.2 Aspectos generales de los activos de los FMM	14
III.3 Aspectos generales de los inversores en FMM	19
III.4 Concentración del sector	21
III.5 Desviación de los fondos con CNAV de la paridad	22
IV. RECOMENDACIONES DE LA JERS	23
IV.1 Ámbito de las recomendaciones	23
IV.2 Recomendación A – Conversión obligatoria al modelo con valor liquidativo variable	23
IV.2.1 Razonamiento económico	23
IV.2.2 Evaluación	26
IV.3 Recomendación B – Exigencias de liquidez	30
IV.3.1 Razonamiento económico	30
IV.3.2 Evaluación	33
IV.4 Recomendación C – Comunicación al público	34
IV.4.1 Razonamiento económico	34
IV.4.2 Evaluación	34
IV.5 Recomendación D – Comunicación e intercambio de información	35
IV.5.1 Razonamiento económico	35
IV.5.2 Evaluación	35
IV.6 Seguimiento	36
IV.6.1 Calendario	36
IV.6.2 Criterios de conformidad	36
IV.6.3 Comunicación sobre el seguimiento	37
REFERENCIAS	39

LISTA DE ABREVIATURAS

- ABS:** bono de titulización de activos
- BCE:** Banco Central Europeo
- CESR:** Comité de responsables europeos de reglamentación de valores
- CNAV:** valor liquidativo constante
- ESFP:** empresas de seguro y fondos de pensiones
- ESMA:** Autoridad Europea de Valores y Mercados
- FIA:** fondo de inversión alternativo
- FMM:** fondo del mercado monetario
- FSB:** Consejo de Estabilidad Financiera
- FSOC:** Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera
- GFIA:** gestor de fondos de inversión alternativos
- IFM:** institución financiera monetaria
- IIC:** instituciones de inversión colectiva
- IMMFA:** Asociación de Fondos Institucionales del Mercado Monetario
- IOSCO:** Organización Internacional de Comisiones de Valores
- JERS:** Junta Europea de Riesgo Sistémico
- OICVM:** organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios
- OIF:** otra institución financiera
- SEBC:** Sistema Europeo de Bancos Centrales
- SEC:** Comisión del Mercado de Valores
- SNF:** sociedad no financiera
- UE:** Unión Europea
- VNAV:** valor liquidativo variable
- WAL:** vida media ponderada
- WAM:** vencimiento medio ponderado

RESUMEN

En este anexo se presenta información complementaria a las recomendaciones de la JERS destinadas a apoyar y evaluar la aplicación en Europa de las reformas del sector bancario en la sombra impulsadas por el FSB en relación con los FMM. Los FMM son un componente esencial de dicho sector y, al igual que las entidades de crédito, realizan transformaciones de vencimientos y liquidez y los inversores pueden considerarlos una alternativa segura a los depósitos bancarios (especialmente en el caso de los fondos con CNAV, que tratan de mantener un valor nominal invariable). Sin embargo, aunque los FMM están sujetos a la regulación de valores, no lo están a los requerimientos regulatorios bancarios y, en algunos casos, pueden ser particularmente vulnerables a fugas de inversores desestabilizadoras. En consecuencia, pueden ser una importante fuente de riesgo sistémico. Otro riesgo relacionado con los FMM es el apoyo implícito y discrecional de los promotores; la probabilidad de dicho apoyo puede ser mayor en los fondos con CNAV.

Ya se han adoptado varias iniciativas reguladoras internacionales y europeas (como las recomendaciones de octubre de 2012 de la IOSCO y las directrices del CERS/ESMA de mayo de 2010) para hacer frente a los riesgos que los FMM plantean. Asimismo, se espera que el FSB emita sus recomendaciones finales sobre todas las líneas de trabajo relacionadas con la banca en la sombra en septiembre de 2013. En Estados Unidos, el marco regulador de los FMM podría seguir evolucionando tras la publicación en noviembre de 2012 de las recomendaciones propuestas por el FSOC para consulta pública. En Europa, se prevé que la Comisión Europea publique su propuesta legislativa para la reforma del marco de los OICVM y los FMM en el primer trimestre de 2013. Las recomendaciones de la JERS y el anexo que las acompaña pretenden informar la labor de la Comisión en este importante ámbito.

Características del sector de FMM europeo

Para evaluar las posibles repercusiones de las recomendaciones de la JERS, se elaboró un perfil detallado del sector de FMM europeo, basado, entre otras cosas, en una colección de datos concebida con este fin. En Europa, los FMM gestionan activos por valor de 1 billón EUR aproximadamente, y tres países (Francia, Irlanda y Luxemburgo) tienen una participación agregada del 95 % del total de los activos mantenidos por FMM. Los inversores en FMM franceses son fundamentalmente nacionales, mientras que los inversores en fondos irlandeses y luxemburgueses son, en gran medida, no residentes. La mayoría de los FMM en Europa están autorizados a realizar operaciones bajo el marco regulador de los OICVM. Los cinco grandes grupos que gestionan FMM en Europa representan el 40 % del total del sector y cuatro de ellos tienen relación con entidades de crédito.

Los FMM desempeñan un papel importante en los mercados monetarios y se estima que gestionan aproximadamente el 25 % de todos los títulos de renta fija a corto plazo emitidos en la zona del euro. En torno al 75 % de sus exposiciones están relacionadas con IFM, que en el caso de Irlanda son principalmente entidades de fuera de la UE. Una importante proporción de los activos mantenidos por los fondos irlandeses y luxemburgueses está denominada en moneda extranjera, fundamentalmente dólares estadounidenses y libras esterlinas.

En términos agregados, los FMM europeos prestan servicio principalmente a inversores institucionales, aunque en algunos países son un producto típicamente minorista. Las IFM también son importantes inversores en FMM, representando más del 30 % de la base de inversores total, y muestran preferencia por los fondos con CNAV. Fuera de la UE existe una importante base de inversores en FMM europeos, en particular en fondos irlandeses con CNAV. La relación de los FMM con el resto del sistema financiero se refuerza aún más a través de su relación con sus promotores, frecuentemente entidades de crédito.

Algo más del 40 % de los activos bajo gestión del sector son invertidos por fondos con CNAV. Dos tercios de los fondos europeos con CNAV están radicados en Irlanda y un tercio en Luxemburgo. Por lo general, se trata de fondos mucho mayores, con un perfil de riesgo más conservador, vencimientos más cortos, mayores niveles de liquidez y una base de inversores de fuera de la UE mayor que los fondos con VNAV. A este respecto, cabe señalar que las directrices del CERS/ESMA de 2010 establecen normas en cuanto a los activos admisibles en los FMM, así como su calidad y vencimiento. De acuerdo con los datos recopilados por la JERS, en torno al 27 % de los fondos con CNAV encuestados experimentaron desviaciones entre su valor a la par y el valor de mercado de sus activos de más de 10 puntos básicos en un quinquenio reciente; en ningún caso el fondo declarante aportó evidencia de apoyo de promotores.

Las recomendaciones de la JERS

Las recomendaciones de la JERS son similares a las recomendaciones de la IOSCO publicadas en octubre de 2012. En su labor frente al riesgo sistémico, el objetivo principal de la IOSCO es reducir la vulnerabilidad de los FMM al riesgo de fugas de inversores. Sobre la base, entre otras cosas, de los resultados de un ejercicio de recopilación de datos al efecto, las recomendaciones de la JERS se complementan con un análisis cuantitativo y cualitativo encaminado a comprender si el cambio en los modelos de negocio tras las reformas produciría una contracción grave de los FMM, especialmente en un momento en que ya se ven afectados negativamente por un entorno con tipos de interés bajos. Las recomendaciones abarcan las cuatro áreas específicas que se indican a continuación.

Conversión obligatoria al modelo con VNAV: Debe exigirse que los FMM tengan valor liquidativo variable. De esta manera, sus características de inversión se verán reforzadas y sus similitudes con los depósitos bancarios, reducidas. Este requisito disminuirá los incentivos de los inversores para huir, aumentará la transparencia de precios y reducirá la interconexión en el sistema financiero. Además, se exige que los FMM hagan un uso general de la valoración razonable y restrinjan el uso de la contabilidad de coste amortizado a un número limitado de circunstancias predefinidas.

Exigencias de liquidez: Las exigencias de liquidez actuales deben aumentarse estableciendo cantidades mínimas explícitas de activos con liquidez diaria y semanal que los FMM deben mantener. Debe reforzarse la responsabilidad de los gestores de fondos en lo que se refiere a la vigilancia del riesgo de liquidez. Por último, deben establecerse herramientas efectivas, por ejemplo, la suspensión temporal de los reembolsos, para hacer frente a restricciones de liquidez en momentos de tensión causados por circunstancias tanto particulares de un fondo como generales del mercado.

Comunicación al público: El material promocional de los FMM debe señalar a la atención de los inversores la ausencia de garantía del capital y la posibilidad de pérdida del principal. Debe prohibirse cualquier información al público que dé la impresión de que el fondo cuenta con el apoyo de un promotor o capacidad para dicho apoyo, a menos que ese apoyo sea un compromiso firme, en cuyo caso deberá estar reflejado en las cuentas y los requerimientos prudenciales del promotor. Por último, la información debe incluir una descripción de las prácticas de valoración, particularmente en lo que se refiere al uso de la contabilidad de coste amortizado, y la posibilidad de suspender suscripciones y reembolsos, también en momentos de tensión.

Declaración e intercambio de información: El apoyo de un promotor debe declararse en todos los casos a las autoridades nacionales de supervisión competentes, que deben compartir esa información con otras autoridades nacionales y europeas competentes. Es preciso seguir mejorando y armonizando la presentación periódica de informes sobre los FMM. Cuando proceda, las autoridades nacionales de supervisión competentes deberán intercambiar información con otras autoridades competentes (nacionales, extranjeras o europeas).

INTRODUCCIÓN

Las recomendaciones de la JERS y el análisis complementario tienen por objetivo evaluar desde una perspectiva de estabilidad financiera las recomendaciones de la IOSCO de octubre de 2012 sobre los FMM en lo relativo a su posible impacto en el sector de los FMM de la UE. Para ofrecer apoyo y recomendaciones a los encargados de las políticas de la UE, el presente anexo se centra en las cuestiones de aplicación más relevantes para la estabilidad financiera.

Los análisis tanto cuantitativo como cualitativo presentados en este anexo se basan en distintas fuentes de información, entre ellas, estudios académicos, trabajos previos sobre los FMM realizados por la JERS, datos estadísticos del BCE y datos de una encuesta iniciada específicamente por la JERS para recabar información más detallada que la contenida en las fuentes a disposición del público. La JERS también organizó una mesa redonda con los participantes en el mercado para conocer las opiniones del sector.

En la **sección I** se examinan las iniciativas reguladoras internacionales y europeas recientes relacionadas con los FMM y se presenta el contexto normativo más amplio de las recomendaciones de la JERS. En la **sección II** se reseñan brevemente las fuentes de riesgo sistémico derivadas de los FMM que las recomendaciones se proponen abordar. Para apoyar las recomendaciones desde un punto de vista analítico, en la **sección III** se analiza la estructura de mercado del sector de los FMM en Europa, prestando especial atención a aquellos elementos que son particularmente relevantes para el riesgo sistémico. En la **sección IV** se estudia cada una de las recomendaciones de la JERS, presentando para cada una de ellas los razonamientos económicos y una valoración, así como los criterios de conformidad.

I. INICIATIVAS REGULADORAS RECIENTES

I.1 Iniciativas internacionales

Tras evaluar las causas de la reciente crisis financiera, varios reguladores nacionales y organizaciones internacionales expresaron la necesidad de reformas estructurales en los FMM. En la cumbre celebrada en Seúl en noviembre de 2010, los líderes del G20 solicitaron al **Consejo de Estabilidad Financiera** (FSB) que elaborara recomendaciones para fortalecer la supervisión y regulación del sistema bancario en la sombra. El 27 de octubre de 2011, el FSB publicó un conjunto de recomendaciones iniciales que fueron aprobadas por el G20 en la cumbre de Cannes. En particular, recomendó seguir mejorando el marco regulador de los FMM. También señaló los FMM con valor liquidativo constante (CNAV, en sus siglas en inglés), cuyo objetivo es mantener estable el valor nominal, como una importante fuente de posibles riesgos a los que debe hacerse frente alentando o exigiendo una conversión al modelo con valor liquidativo variable (VNAV, en sus siglas en inglés), imponiendo requerimientos de capital y liquidez a los FMM con CNAV o aplicando otros posibles enfoques. El FSB también encomendó a la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) estudiar posibles reformas reguladoras que reduzcan la vulnerabilidad de los FMM a la fuga de inversores y otros riesgos sistémicos, y elaborar recomendaciones.

Tras esta solicitud, el 9 de octubre de 2012 la **IOSCO** publicó recomendaciones para reformar los FMM. Tras las recomendaciones, la IOSCO señaló en una nota de prensa que, aunque la mayoría de los comisionados de la SEC no apoyó la publicación de las recomendaciones, no hubo más objeciones y el Consejo de la IOSCO aprobó el informe.

El 18 de noviembre de 2012, el FSB publicó una serie de documentos consultivos, entre ellos una presentación integral de las recomendaciones sobre el sistema bancario en la sombra. En ese informe el FSB respaldó las recomendaciones de la IOSCO como marco eficaz para fortalecer de manera global la capacidad de resistencia de los FMM frente a los riesgos. El FSB también hizo suya la recomendación de que los FMM con CNAV se convirtieran a VNAV, siempre que fuera posible. El FSB también indicó que las salvaguardas que es necesario introducir para fortalecer la capacidad de resistencia de los FMM con CNAV ante situaciones de fuga en las que dicha conversión no sea posible deben ser equivalentes, desde el punto de vista funcional, a las exigencias de capital, de liquidez o prudenciales de otro tipo aplicables a las entidades de crédito a efectos de protección frente a fugas de depósitos.

El FSB anunció que sus recomendaciones finales sobre el sistema bancario en la sombra, incluidas las recomendaciones pormenorizadas sobre cada una de sus cinco líneas de trabajo, entre ellas los FMM, estarán concluidas en septiembre de 2013. Aunque la línea de trabajo relativa a los FMM está ya, en general, cerrada, otras, como las relativas a las interacciones de las entidades de crédito con el sistema bancario en la sombra, los préstamos de valores y los repos, también pueden influir en las reformas de los FMM.

En 2010 se aprobaron algunas reformas en los FMM en **Estados Unidos**. La Comisión del Mercado de Valores (SEC) de ese país señaló entonces dichas reformas como un primer paso. En octubre de 2010, el grupo de trabajo del Presidente publicó un informe con un conjunto de opciones complementarias, ya que no cabía esperar que las reformas de 2010 por sí solas evitaran una situación de fuga. Consiguientemente, la SEC comenzó a elaborar reformas estructurales complementarias. Sin embargo, el 22 de agosto de 2012, la presidenta de la SEC, Mary Schapiro, anunció que la mayoría de los comisarios de la SEC no apoyaba la propuesta de los expertos de la SEC de reformar la estructura de los FMM.

Como resultado, el 27 de septiembre de 2012, el secretario del Tesoro estadounidense, Timothy Geithner, solicitó al Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera (FSOC) que adoptara medidas si la SEC no lo hacía. El 13 de noviembre de 2012, el FSOC publicó para consulta pública su propuesta de recomendaciones relativas a la reforma de los FMM. En ellas se establecen tres alternativas no necesariamente excluyentes: i) VNAV, ii) CNAV con reserva del valor liquidativo y «saldo mínimo para riesgos», y iii) CNAV con reserva del valor liquidativo y otras medidas. En la fecha del presente anexo se desconoce el resultado de la consulta pública y tampoco está claro si la SEC actuará conforme a las recomendaciones del FSOC, especialmente a la luz de las dificultades encontradas por la SEC en sus intentos iniciales antes mencionados.

1.2 Iniciativas europeas

En mayo de 2010, el **Comité de responsables europeos de reglamentación de valores** (CERS, antecesor de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, ESMA) publicó directrices para crear una definición armonizada del término «FMM» en Europa y establecer nuevas normas comunes para resolver las deficiencias observadas durante la crisis financiera. En las directrices se estableció una clasificación por la que se crean dos tipos de FMM: los «fondos del mercado monetario a corto plazo» y los «fondos del mercado monetario», y se imponen normas estrictas sobre calidad y vencimiento de las carteras, gestión del riesgo y comunicación. Las directrices del CERS/ESMA entraron en vigor en julio de 2011, con un período transitorio de seis meses para los fondos existentes, y son aplicables a los fondos OICVM y no OICVM.

Las directrices tienen ya en cuenta la mayoría de recomendaciones de la IOSCO. Por ejemplo, conforme a las recomendaciones de la IOSCO (recomendaciones 1 a 3), las directrices contienen una definición explícita de los FMM, reglas estrictas sobre el tipo de instrumentos en los que los FMM pueden invertir (incluida la prohibición de exposiciones a la renta variable), límites al vencimiento residual de los instrumentos, así como límites al vencimiento medio ponderado (WAM) y a la vida media ponderada (WAL) de la cartera. En el período siguiente a la aprobación de las directrices, es decir, los últimos meses de 2011, un considerable número de fondos comercializados inicialmente como FMM fueron redenominados y transferidos a otras categorías de fondos.

En cuanto a la gestión de liquidez (recomendaciones 6 a 8 de la IOSCO), el marco legal europeo es ya sólido. Tanto la Directiva 2010/43/UE sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) como la Directiva 2011/61/UE relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) prevén la realización de pruebas periódicas de resistencia en relación con la liquidez.

Por último, cabe señalar que el marco de los OICVM ya aborda las cuestiones de la diversificación, la limitación del riesgo y la admisibilidad de activos.

Sin embargo, las directrices del CERS/ESMA no abordan todas las recomendaciones de la IOSCO ni todos los problemas que la IOSCO señala como inherentes a los FMM. En particular, aún se permite que los FMM empleen el modelo con CNAV. Además, los FMM pueden utilizar la contabilidad de coste amortizado para valorar los instrumentos con un límite de vencimiento residual fijado en 397 días, lo que también puede crear riesgos y reducir la transparencia de precios. Asimismo, puesto que actualmente el apoyo de los promotores no se rige por ninguna normativa ni es obligatoria su declaración, los reguladores no disponen de ninguna información al respecto.

Para complementar el marco regulatorio europeo, el **sector de los fondos** ha elaborado un conjunto de buenas prácticas que se recoge en el Código de Buenas Prácticas de la Asociación de Fondos Institucionales del Mercado Monetario (IMMFA). De acuerdo con este código, los FMM con CNAV deben realizar al menos un seguimiento semanal de la diferencia entre sus precios publicados y las valoraciones a precios de mercado (lo que se conoce como precio en la sombra). Deberían existir procedimientos escalonados, principalmente mediante declaración interna, para las desviaciones superiores a 10, 20 y 30 puntos básicos. Cuando el valor de mercado sea 50 puntos básicos inferior al par, se considera que el fondo ha sufrido una «pérdida permanente de valor». Tales situaciones, conocidas como *breaking the buck*, deben comunicarse a la IMMFA.

Por último, la **Comisión** está estudiando la necesidad de nuevas reformas de la regulación de los FMM. En su *Libro Verde sobre el sistema bancario en la sombra* (2012), la Comisión subraya el papel de los FMM en el sistema bancario en la sombra. La Comisión publicó también un documento consultivo sobre un futuro marco para los fondos de inversión (2012). Una de las secciones del documento compara los FMM con CNAV y los FMM con VNAV, su valoración, el papel de los FMM en relación con el riesgo sistémico y la dependencia de las calificaciones crediticias. La Comisión emitirá una propuesta legislativa sobre los FMM probablemente en el primer trimestre de 2013. En octubre de 2012, el **Parlamento Europeo** aprobó en comisión una moción sobre el sistema bancario en la sombra, en la que apoyó las recomendaciones de la IOSCO y exigió que los fondos con CNAV dispusieran de una licencia bancaria limitada.

Como se demuestra a continuación, el sector de FMM en Europa tiene un gran componente internacional. Por tanto, la gestión del posible riesgo que pudiera resultar de las divergencias entre las iniciativas reguladoras encaminadas a abordar los riesgos sistémicos derivados de los FMM constituye un reto para las distintas iniciativas internacionales y europeas en curso.

II. FMM Y ESTABILIDAD FINANCIERA

Los FMM son un componente esencial del sistema bancario en la sombra (FSB, 2011). Se trata de productos de inversión sujetos a la regulación de valores, pero similares a las entidades de crédito puesto que realizan transformaciones de vencimientos y liquidez y pueden ser considerados por los inversores, sobre todo en el caso de los fondos con CNAV, como una alternativa segura a los depósitos bancarios. Sin embargo, los FMM pueden mantener activos menos líquidos con vencimientos muy posteriores a la solicitud de reembolso por los inversores, además de entrañar riesgos de inversión. A diferencia de las entidades de crédito, los FMM no tienen acceso a la red de seguridad pública; por regla general, no tienen el respaldo explícito de sus promotores, aunque se han dado varios casos en que los promotores han apoyado activamente *ex post* a fondos en dificultades.

Toda una serie de estudios económicos, referidos especialmente al mercado estadounidense, evidencian que el comportamiento y la naturaleza de los FMM los hacen vulnerables a fugas desestabilizadoras, que pueden propagarse rápidamente entre los fondos. Esto también puede afectar a la liquidez y la disponibilidad de crédito a corto plazo, particularmente en el caso de las entidades de crédito para las que los FMM constituyen una importante fuente de financiación⁽¹⁾. El riesgo de fuga de los inversores se debe principalmente a la ventaja de solicitar el reembolso antes que los demás partícipes y a la incertidumbre respecto del apoyo tácito y discrecional de los promotores.

II.1 La ventaja de solicitar el reembolso antes que los demás partícipes

Aunque la ventaja de solicitar el reembolso antes que los demás es inherente a todos los fondos de inversión, muchos solo la consideran particularmente relevante en el caso de los **FMM con CNAV**, que permiten reembolsos inmediatos a precios constantes redondeados [por ejemplo, 1 EUR o 1 dólar estadounidense (USD) por participación]⁽²⁾. Por consiguiente, existe el riesgo de que el precio de las participaciones no refleje el «verdadero valor» de la cartera subyacente en momentos de tensión o preocupación en los mercados respecto de la calidad de los activos. Una característica de esta ventaja es que las solicitudes tempranas de reembolso se pagan a la par, incluso cuando el valor real de los activos es

⁽¹⁾ Véase también FSOC (2012), pp. 17-28, que presenta un análisis del riesgo sistémico y una visión general de otros estudios académicos, por ejemplo, Baba et al. (2009); Duygan-Bump et al. (pendiente de publicación); Gordon y Gandia (2012); Gorton y Metrick (2010), pp. 261-297; Kacperczyk y Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe et al. (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); y Squam Lake Group (2011).

⁽²⁾ Véase JERS Occasional Paper (2012); FSB (2011); FSOC (2012); IOSCO (2012); Baba et al. (2009); Gorton y Metrick (2010); McCabe (2010).

potencialmente inferior, lo que da lugar a una transferencia de pérdidas al resto de partícipes, puesto que los inversores que piden posteriormente el reembolso soportan pérdidas desproporcionadas. La ventaja de ser el primero puede propiciar fugas desestabilizadoras. La incertidumbre sobre la calidad de la cartera de activos puede crear incentivos para la fuga incluso si el valor de mercado no difiere del par. El riesgo de fuga de inversores es especialmente relevante en el caso de los inversores institucionales ya que son muy aversos al riesgo y suelen responder de manera más rápida y generalizada que los inversores minoristas. Con carácter más general, el modelo con CNAV puede generar riesgos de inestabilidad al crear en algunos inversores una expectativa de reembolso a la par basada en la idea de que las participaciones en FMM son un equivalente del efectivo sin riesgo; en consecuencia, puede aumentar el riesgo de fugas cuando un fondo no cumpla esas expectativas, es decir, cuando el valor liquidativo caiga por debajo de la unidad (*break the buck*).

Aunque la ventaja de anticiparse a los demás se refiere fundamentalmente a los fondos con CNAV, la experiencia de la crisis financiera muestra que los inversores en **FMM con VNAV** también pueden tener incentivos para desinvertir⁽¹⁾. Puesto que los FMM no tienen una liquidez diaria del 100 %, se dan casos en los que no pueden atenderse las órdenes de reembolso de los inversores. En consecuencia, los inversores también pueden tener incentivos para pedir el reembolso rápidamente (como ocurre en cualquier fondo de inversión), ya que posteriores reembolsos pueden obligar al fondo a vender activos menos líquidos y, posiblemente, incurrir en pérdidas. Los incentivos para la fuga pueden aumentar debido a las incertidumbres contables, que también pueden existir en los fondos con VNAV.

II.2 Apoyo de promotores

Varios estudios demuestran que el apoyo de terceros ha existido durante toda la historia de los FMM⁽²⁾. En el período comprendido entre 1980 y 2009, Moody's identificó más de 200 FMM con CNAV en Estados Unidos y Europa que han recibido apoyo de promotores. Dicho apoyo alcanzó su nivel más alto entre 2007 y 2009, cuando más de 60 fondos (36 estadounidenses y 26 europeos) necesitaron asistencia, fundamentalmente debido a deterioros de la situación crediticia o quiebras y a problemas de liquidez. Según Moody's, al menos veinte empresas que gestionan fondos tipo *prime* en Estados Unidos y Europa realizaron gastos de unos 12 000 millones USD para preservar el valor de sus fondos con CNAV. Asimismo, al menos dos empresas de gestión de fondos se apoyaron en el balance de sus empresas matrices y accedieron a la ventanilla de la Reserva Federal para atender los reembolsos, mientras que otras dos consolidaron activos de FMM en sus balances (véase también JERS, Occasional Paper 2012).

La quiebra del Reserve Primary Fund en Estados Unidos ilustra el fallo fundamental de depender del apoyo tácito y discrecional de los promotores. El fondo no pudo mantener su valor liquidativo en 1 USD tras el colapso de Lehman Brothers (la exposición a Lehman representaba el 1,2 % de su valor liquidativo). Esta pérdida de valor dio lugar inmediatamente a una fuga del fondo, que desató una fuga aún mayor de los FMM estadounidenses, con retiradas masivas en cuestión de días. Finalmente, el promotor del Reserve Primary Fund no apoyó al fondo, lo que pudo haber creado incertidumbre sobre el respaldo de los promotores en general y acelerado la fuga del sector de los FMM. En general, se produjeron alteraciones en el mercado de pagarés que obligaron a las autoridades estadounidenses a actuar, entre otras cosas, creando dos facilidades de liquidez y ampliando la cobertura de la garantía de depósitos.

Estos hechos sugieren la importancia del apoyo histórico de los promotores, pero al mismo tiempo ilustran un posible defecto. En consecuencia, la incertidumbre sobre la posibilidad de obtener apoyo durante la reciente crisis puede haber contribuido a las fugas. McCabe (2011) y Gordon y Gandia (2012) muestran que la capacidad de los promotores es un factor importante en el comportamiento inversor. Gordon y Gandia (2012) aportan evidencia de que los fondos con CNAV gestionados o promovidos por sociedades potencialmente frágiles afrontaron salidas considerablemente superiores y mayores riesgos de fuga de los inversores. Asimismo, los analistas y las agencias de calificación crediticia pueden tener en cuenta el balance y la fortaleza financiera de las entidades que ofrecen FMM. Por tanto, la naturaleza implícita del apoyo del promotor y su dependencia de la capacidad de este pueden generar incertidumbre entre los participantes en los

⁽¹⁾ Véase Scott (2012), que cita cifras del Investment Company Institute que indican que los fondos con VNAV franceses perdieron en torno al 40 % de sus activos durante el período de tres meses de julio a septiembre de 2007. Aunque no eran FMM según la legislación francesa, se comercializaron como «FMM mejorados».

⁽²⁾ Véase Brady (2012) y Moody's (2010). El informe consultivo de la IOSCO (abril de 2012) también detalla las conclusiones de la SEC sobre el apoyo de promotores: durante el período de agosto de 2007 al 31 de diciembre de 2008, los expertos de la SEC de Estados Unidos estimaron que casi el 20 % de todos los FMM recibieron algún apoyo de sus gestores de cartera o sus asociados.

mercados, lo que puede aumentar la vulnerabilidad de los FMM a las fugas. Por lo general, un régimen que depende de garantías implícitas y discrecionales de terceros puede considerarse inestable, ya que el garante no internaliza el coste del acuerdo implícito (McCabe, 2011).

II.3 Entorno económico actual

El actual entorno con tipos de interés bajos plantea interrogantes en cuanto a la capacidad de los FMM para mantener su CNAV. Después de que el BCE redujera los tipos de interés en julio de 2012, los instrumentos de deuda a corto plazo en los que los FMM europeos invierten de forma masiva afrontaron rápidos descensos de los rendimientos, llegando incluso a niveles negativos. Puesto que las pérdidas no tienen cabida en la estructura de los fondos con CNAV, la situación obligó a los gestores de dichos fondos a suspender las suscripciones, y en algunos casos a pasar al modelo con VNAV, al menos indirectamente. En algunos casos, en lugar de rebajar el precio de las participaciones, se reduce el número de participaciones propiedad de los inversores, lo que equivale a que los partícipes soporten las pérdidas. Como ejemplo, en octubre de 2012, JPMorgan Chase anunció a los partícipes de dos grandes FMM europeos (Euro Liquid Fund, con 4 000 millones EUR en activos bajo gestión, y Government Liquidity Fund, con 13 000 millones EUR) esta modalidad de afrontar las pérdidas. En estos fondos se añadió una nueva categoría de participaciones, denominada «flexible», cuyo precio se mantendrá constante en 1 euro, pero cuyo número podrá reducirse para cubrir los costes operativos y los rendimientos negativos.

III. ESTRUCTURA DEL SECTOR DE FMM EUROPEO

Para evaluar la influencia de los FMM en la estabilidad financiera (analizada con mayor nivel conceptual en la sección anterior) y el posible impacto de las recomendaciones de la JERS presentadas en la sección IV, en esta sección se ofrece una descripción detallada del sector de FMM europeo basada en un análisis cuantitativo.

Según las estadísticas del BCE, los activos bajo gestión de los FMM europeos ascendían a aproximadamente 1 billón EUR en junio de 2012, lo que representa un descenso respecto al máximo de 1,4 billones EUR registrado en 2008 y se aproxima al nivel de 2011. El número de fondos también se redujo desde más de 1 300 en 2011, a 1 171 en junio de 2012. Parte del reciente descenso se produjo en forma de una consolidación del sector tras la aplicación de las directrices del CERS/ESMA que se mencionan en la sección I.2.

En torno al 95 % del sector de FMM europeo se concentra en tres países: Francia (39 % de cuota de mercado de activos bajo gestión), Luxemburgo (31 %) e Irlanda (25 %). En relación con el sector de fondos de inversión agregado de la zona del euro, los FMM representaban en torno al 15 % del total de activos bajo gestión en junio de 2012. Francia registró la cuota más alta, con un 38 % aproximadamente. En Irlanda, los activos de los FMM representan en torno al 32 % y en Luxemburgo, el 11 % del total del mercado de fondos de inversión. Sin embargo, los activos bajo gestión mantenidos por los FMM de la UE solo representan el 2,5 % del total de activos del sector de las IFM de la zona del euro (excluidos los bancos centrales).

III.1 Alcance de la encuesta específica realizada por la JERS

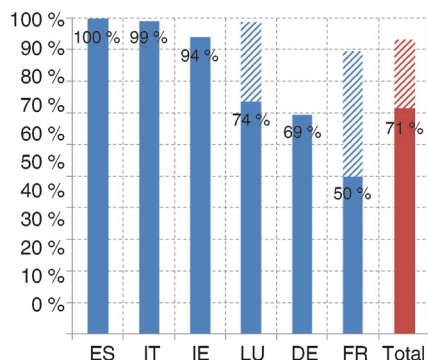
Para recopilar información más detallada que la disponible en las estadísticas del BCE, la JERS realizó una encuesta específica sobre FMM utilizando también datos de cada fondo. Los datos fueron recopilados por seis países (Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia y Luxemburgo) en la mayor medida posible y se refieren a la situación al final de junio de 2012. Los datos aportan información sobre la desagregación del balance por tipo de fondo (CNAV, VNAV a corto plazo y otros fondos con VNAV), la cual no está disponible en las estadísticas del BCE. La encuesta también incluye información sobre el precio en la sombra de los fondos con CNAV en el período de junio de 2007 a junio de 2012.

La encuesta de la JERS abarca el 71 % de los activos bajo gestión del sector en los seis países declarantes analizados por las estadísticas del BCE. ⁽¹⁾ También se recopiló información —agregada— sobre otro 22 % del sector en esos países; este dato adicional solo recoge el desglose por tipo de fondo, gestor del fondo y tamaño del fondo en términos de activos bajo gestión (véase el **gráfico 1**). En conjunto, los datos de la encuesta abarcan el 93 % del sector de los FMM en seis países (o el 89 % del sector de FMM de la UE).

⁽¹⁾ La cobertura es ligeramente inferior en el caso de los pasivos debido a la falta de datos sobre la base de inversores de los FMM radicados en Alemania.

Gráfico 1

Encuesta de la JERS: cobertura por países (%)

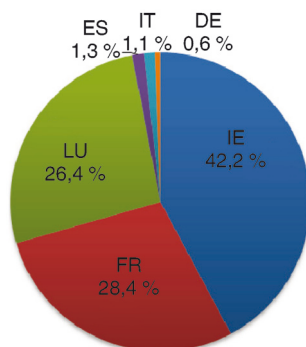


Fuentes: Encuesta de la JERS y BCE.

Nota: El objetivo de cobertura respecto del total de activos bajo gestión por FMM radicados en cada país es de en torno al 75 %. Las zonas rayadas indican declaración parcial (es decir, solo por tipo de fondo). En realidad, la cobertura es mayor si se tiene en cuenta la doble contabilización (por ejemplo, en el caso de Francia alcanza el 60 % si se excluyen los fondos de fondos y los fondos *master-feeder*).

Gráfico 2

Composición de la muestra (por activos bajo gestión, %)



Fuente: Encuesta de la JERS.

Nota: Porcentajes de declaraciones completas únicamente.

La encuesta muestra que los fondos con CNAV representan en torno al 43 % (433 000 millones EUR) del total de activos bajo gestión de los FMM europeos. De ellos, unos dos tercios están radicados en Irlanda (272 000 millones EUR) y un tercio en Luxemburgo (161 000 millones EUR). Los FMM radicados en Francia se dividen en fondos con VNAV a corto plazo y otros fondos con VNAV (es decir, fondos con VNAV excluidos los VNAV a corto plazo), en una proporción de 47 % y 36 % respectivamente. En Alemania, Italia y España, los FMM son casi exclusivamente de tipo VNAV. En cuanto a la distinción entre CNAV y VNAV, cabe señalar que estas cifras están basadas en una clasificación realizada por los propios fondos encuestados, puesto que no existe una definición jurídica o estadística clara de CNAV/VNAV y algunos fondos contienen participaciones de ambas categorías.

En cuanto al número de fondos, la encuesta incluye 123 fondos con CNAV radicados en Luxemburgo e Irlanda, que representan el 13 % de los fondos radicados en los seis países contemplados en la encuesta, pero el 45 % de sus activos bajo gestión (véase el **cuadro 1**). La encuesta también abarca 330 fondos con VNAV (de los que 124 son a corto plazo) de esos seis países.

Cuadro 1

Desglose de los activos bajo gestión y número de fondos por tipo y país (millones EUR)

	Francia		Irlanda		Luxemburgo		España		Italia		Alemania		Total muestra	
	nº de fondos	activos bajo gestión	nº de fondos	activos bajo gestión	nº de fondos	activos bajo gestión	nº de fondos	activos bajo gestión	nº de fondos	activos bajo gestión	nº de fondos	activos bajo gestión	nº de fondos	activos bajo gestión
CNAV	0	0	65	272,992	58	160,976	0	0	0	0	0	0	123	433,968
	0,0 %	0,0 %	66,3 %	88,2 %	19,5 %	64,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,8 %	44,4 %
VNAV corto plazo	111	185,800	3	11,701	6	23,409	4	208	0	0	0	0	124	221,118
	25,5 %	47,0 %	3,1 %	3,8 %	2,0 %	9,3 %	5,6 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,9 %	22,6 %
VNAV	95	141,840	6	8,707	7	19,375	67	8,774	13	7,855	18	4,213	206	190,763
	21,8 %	35,9 %	6,1 %	2,8 %	2,3 %	7,7 %	94,4 %	97,5 %	92,9 %	99,0 %	37,5 %	69,3 %	21,4 %	19,5 %
Otros VNAV	229	67,703	24	16,089	228	46,849	0	18	1	79	30	1,864	512	132,603
	52,6 %	17,1 %	24,5 %	5,2 %	76,5 %	18,7 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	53,1 %	13,6 %
OICVM	150	264,000	73	290,696	20	173,908	71	8,981	13	7,855	8	2,864	335	748,303
	34,5 %	66,8 %	74,5 %	93,9 %	6,7 %	69,4 %	100,0 %	99,8 %	92,9 %	99,0 %	16,7 %	47,1 %	34,8 %	76,5 %
No OICVM	56	66,443	1	2,705	4	10,577	0	0	0	0	10	1,349	71	81,074
	12,9 %	16,8 %	1,0 %	0,9 %	1,3 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	20,8 %	22,2 %	7,4 %	8,3 %
n.d.	229	64,900	24	16,070	274	66,125	0	18	1	79	30	1,864	558	149,056
	52,6 %	16,4 %	24,5 %	5,2 %	91,9 %	26,4 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	57,9 %	15,2 %
Total	435	395,343	98	309,471	298	250,610	71	8,999	14	7,934	48	6,077	964	978,434

Fuentes: Encuesta de la JERS y BCE.

Notas: La categoría «Total» se refiere a las estadísticas del BCE sobre las partidas del balance de los FMM y al registro de IFM. La categoría «Otros VNAV» se refiere a los fondos no abarcados por la encuesta. La categoría «n.d.» en el caso de los fondos franceses incluye los fondos de pensiones de trabajadores, los fondos *feder*, los fondos de fondos y los fondos restringidos a uno o a un número limitado de inversores (*fonds dédiés*) que pueden ser o no de la categoría OICVM.

III.2 Aspectos generales de los activos de los FMM

En lo que respecta a los **sectores económicos**, las estadísticas del BCE sobre FMM muestran que estos fondos invierten principalmente en el sector de las IFM. La encuesta de la JERS confirma esta tendencia e indica una exposición media a las IFM del 75 %. Por lo general, las exposiciones no varían entre los distintos tipos de fondos (véanse el **cuadro 2** y el **gráfico 4**). Las exposiciones al sector de sociedades no financieras son relativamente pequeñas (10 %). Las estadísticas del BCE también muestran la importancia cada vez menor de los títulos de renta fija de ese sector en la cartera de activos de los FMM durante los últimos años (véase el **gráfico 3**). En lo que respecta a los emisores, las directrices del CERS/ESMA restringen los fondos en función de la calidad crediticia. En consecuencia, la asignación de activos de FMM europeos se concentra en un número relativamente pequeño de emisiones bancarias y no bancarias de alta calidad (véase FitchRatings, 2012).

Cuadro 2

Asignación de inversiones por tipo de fondo y sector (% de los activos totales)

	FM	SNF	Gobierno	OIF
1-CNAV	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2-VNAV corto plazo	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %

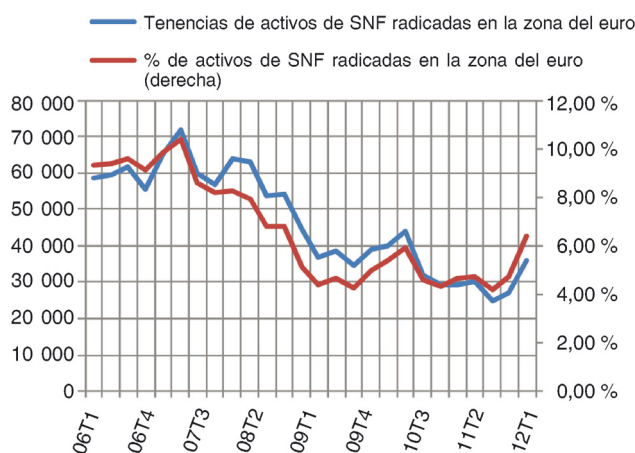
	FM	SNF	Gobierno	OIF
3-VNAV (excluidos VNAV corto plazo)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1-OICVM	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2-No OICVM	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Total muestra	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
Total datos del BCE	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Fuentes: Encuesta de la JERS y BCE.

Nota: Los totales del BCE se refieren solo a las contrapartes en la zona del euro.

Gráfico 3

Exposición de los FMM a las SNF radicadas en la zona del euro (millones EUR y %)



Fuente: BCE.

Nota: El porcentaje de activos de SNF radicadas en la zona del euro es la relación entre los activos emitidos por SNF radicadas en la zona del euro mantenidos por FMM y los activos emitidos por todos los residentes en la zona del euro mantenidos por FMM.

El desglose que se presenta en el cuadro 2 muestra que los FMM son una importante fuente de financiación para las entidades de crédito en comparación con otros sectores. Las estadísticas del BCE sobre emisiones de valores aportan evidencia sobre la importancia de los FMM para la financiación a corto plazo (con vencimientos inferiores a un año) de las IFM de la zona del euro. Como se muestra en el cuadro 3, en la zona del euro los FMM abarcan aproximadamente el 40 % de la deuda a corto plazo emitida por entidades de crédito.

Cuadro 3

Proporción de la deuda total a corto plazo de las IFM de la zona del euro mantenida por FMM de la zona (millones EUR y %)

Período	Activos FMM	Títulos emitidos	Ratio
2010T2	320 802	734 187	43,7 %
2010T3	314 738	743 246	42,3 %
2010T4	299 593	572 050	52,4 %
2011T1	289 694	617 695	46,9 %
2011T2	245 488	582 244	42,2 %
2011T3	238 795	613 012	39,0 %

Período	Activos FMM	Títulos emitidos	Ratio
2011T4	228 310	702 274	32,5 %
2012T1	258 594	710 553	36,4 %
2012T2	254 974	677 840	37,6 %

Fuente: BCE.

Asimismo, mientras que los fondos con VNAV radicados en Francia están muy expuestos al sector de las IFM nacionales (entidades de crédito y otros FMM), los fondos con CNAV radicados en Irlanda lo están a las IFM de fuera de la UE (véanse el **cuadro 4** y el **gráfico 4**). Por otra parte, los fondos radicados en Luxemburgo invierten más en IFM de la UE radicadas fuera de ese país. Por último, en términos relativos, los FMM en Alemania, España e Italia invierten más en el sector público nacional.

Cuadro 4

Desgloses de inversiones de FMM por región/tipo de fondo y sector (millones EUR)

	Fondos con CNAV radicados en Irlanda				
	IFM	SNF	Gobierno	OIF	Total
Nacionales	12 661	1 531	57	2	14 251
Otros UE	75 205	4 644	6 997	808	87 654
Resto mundo	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Total	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	Fondos con CNAV radicados en Luxemburgo				
	IFM	SNF	Gobierno	OIF	Total
Nacionales	965	0	446	0	1 411
Otros UE	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
Resto mundo	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Total	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	Fondos con VNAV radicados en Francia				
	IFM	SNF	Gobierno	OIF	Total
Nacionales	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Otros UE	53 949	11 218	1 732	50	66 949
Resto mundo	3 100	678	0	0	3 778
Total	166 954	23 983	6 441	605	197 982

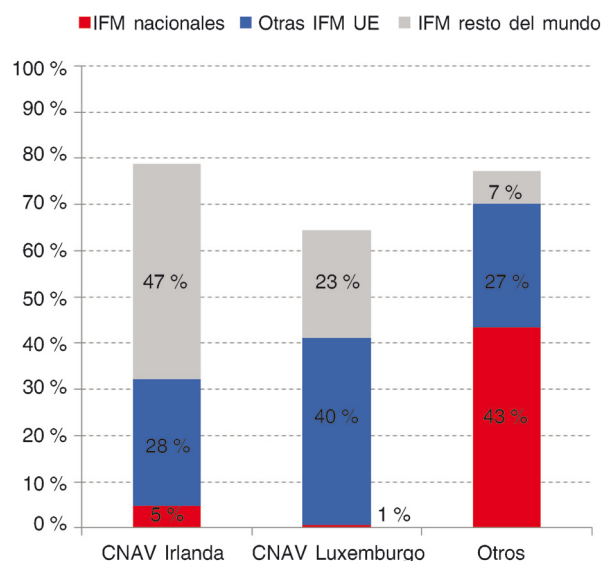
	Fondos radicados en Alemania, España y Italia				
	IFM	SNF	Gobierno	OIF	Total
Nacionales	6 390	213	10 093	101	16 797
Otros UE	1 887	338	1 345	136	3 706
Resto mundo	284	54	237	8	583
Total	8 561	604	11 675	245	21 086

Fuente: Encuesta de la JERS.

Nota: Los datos abarcan el 65 % de los activos bajo gestión mantenidos por FMM radicados en los seis países declarantes.

Gráfico 4

Proporción de inversiones en IFM por origen geográfico (%)



Fuente: Encuesta de la JERS.

Notas: «Otros» incluye fondos de Francia, Italia, España y Alemania y fondos con VNAV de Irlanda y Luxemburgo. Los datos abarcan el 100 % de la encuesta de la JERS y aproximadamente el 70 % del total de activos bajo gestión en FMM de la UE.

En lo que respecta al **tipo de activos**, la encuesta indica que los instrumentos del mercado monetario (por ejemplo, los pagarés de empresa y los certificados de depósito) son la clase de activos más importante de las carteras de los FMM (véase el **cuadro 5**). Los repos inversos, utilizados por los FMM para proporcionar liquidez a cambio de activos de garantía, representan solo un 9 % del total de activos bajo gestión y fueron constituidos casi en su totalidad con otras IFM. Los bonos de titulización de activos (ABS) apenas representan una pequeña fracción. Aunque el «efectivo» (es decir, los depósitos sin vencimiento o con vencimiento indeterminado) representa el 6,6 % de los activos de la muestra, dicho porcentaje es mayor en los fondos con CNAV radicados en Irlanda que en otros fondos (11 % frente a, por ejemplo, 2 % en los fondos con CNAV radicados en Luxemburgo y 2,5 % en los fondos con VNAV a corto plazo radicados en Francia).

Cuadro 5

Clasificación de inversiones por tipo de fondo e instrumentos de activo (%)

	Efectivo	Instrumentos del mercado monetario		Repo inverso		ABS	Deuda pública	Otros instrumentos/no clasificados
			% con IFM		% con IFM			
1 -CNAV	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2 -VNAV a corto plazo	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3 -VNAV (excluidos VNAV a corto plazo)	5,3 %	66,5 %	59,1 %	5,3 %	5,2 %	0,0 %	16,1 %	7,0 %
1 -OICVM	6,4 %	62,9 %	54,1 %	9,7 %	9,6 %	0,7 %	13,2 %	7,3 %
2 -No OICVM	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Total	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Fuente: Encuesta de la JERS.

Notas: Porcentajes del total de activos bajo gestión incluidos en la encuesta. La categoría «efectivo» incluye los depósitos bancarios no restringidos. Los depósitos con vencimiento fijo se incluyen en la categoría «otros instrumentos».

La encuesta también incluye datos sobre el **vencimiento** de los activos mantenidos por los FMM; aparentemente los fondos con CNAV tienen un perfil de liquidez más conservador puesto que sus vencimientos son más cortos que los de otros fondos. Por ejemplo, en torno al 39 % (133 000 millones EUR) de los activos bajo gestión con CNAV tienen un vencimiento a una semana, frente al 22 % de los FMM con VNAV a corto plazo (mayoritariamente en Francia) y el 16 % de otros FMM con VNAV (véase el **cuadro 6**)⁽¹⁾.

Cuadro 6

Desglose de activos por tipo de fondo y vida residual (%)

	1 día o menos	> 1 día; ≤ 1 semana	> 1 semana; ≤ 1 mes	> 1 mes; ≤ 3 meses	> 3 meses; ≤ 6 meses	> 6 meses; ≤ 1 año	> 1 año; ≤ 397 días	> 397 días (FMM excluidos FMM a corto plazo)	Cobertura
1 -CNAV	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2 -VNAV a corto plazo	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3 -VNAV (excluidos VNAV a corto plazo)	12,4 %	3,3 %	13,5 %	32,7 %	20,4 %	16,3 %	1,5 %	2,4 %	99 %
1 -OICVM	21,9 %	8,8 %	16,7 %	30,5 %	13,4 %	8,2 %	0,5 %	0,6 %	87 %
2 -No OICVM	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Total	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Fuente: Encuesta de la JERS.

Notas: La cobertura de los datos se refiere a la proporción del total de activos bajo gestión (abarcados por la encuesta) para la que se dispone de un desglose de vencimientos. La categoría «1 día o menos» también incluye los depósitos sin vencimiento o con vencimiento indeterminado.

Por último, las estadísticas del BCE también presentan una visión general de los activos por monedas. Las cifras del cuadro 7 muestran que el porcentaje más alto de activos mantenidos por FMM irlandeses está denominado en libras esterlinas, mientras que el porcentaje más alto mantenido por FMM luxemburgueses está denominado en dólares estadounidenses. Los activos denominados en monedas distintas del euro son una parte insignificante del total de fondos bajo gestión mantenidos por los fondos de Alemania, España, Francia e Italia. La evidencia anecdótica sugiere que los FMM no presentan desajustes monetarios significativos.

Cuadro 7

Desglose por monedas de los activos de FMM radicados en Francia, Irlanda y Luxemburgo (millones EUR y %)

	Moneda de denominación de los activos	Títulos de renta fija emitidos por IFM nacionales	Títulos de renta fija emitidos por IFM de otros países de la zona euro	Títulos de renta fija emitidos por instituciones distintas de IFM nacionales	Títulos de renta fija emitidos por instituciones distintas de IFM de otros países de la zona euro	Títulos de renta fija fuera de la zona del euro	Depósitos fuera de la zona del euro	Otros activos	Totales por moneda	% por moneda
Irlanda	EUR	180	14 359	1 246	7 470	18 839	10 929		53 023	17,13
	USD	176	9 157	5	542	66 759	18 737		95 376	30,82
	GBP	108	25 300	285	2 596	86 313	32 525		147 127	47,54
	CHF	0	0	0	0	0	0		0	0,00
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00
	No disponible ⁽¹⁾							13 945	13 945	4,51
	Totales por partida	464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00

⁽¹⁾ Los porcentajes se refieren al total de activos bajo gestión abarcados por la encuesta de la JERS para los que se dispone de un desglose de vencimientos (por ejemplo, el 81 % del total de activos bajo gestión en el caso de los fondos con CNAV y el 100 % para otras categorías de fondos). En consecuencia, estos porcentajes pueden variar si el ámbito de la encuesta se amplía a todos los fondos.

	Moneda de denominación de los activos	Títulos de renta fija emitidos por IFM nacionales	Títulos de renta fija emitidos por IFM de otros países de la zona euro	Títulos de renta fija emitidos por instituciones distintas de IFM nacionales	Títulos de renta fija emitidos por instituciones distintas de IFM de otros países de la zona euro	Títulos de renta fija fuera de la zona del euro	Depósitos fuera de la zona del euro	Otros activos	Totales por moneda	% por moneda
Luxemburgo	EUR	712	20 257	1 277	30 303	18 660	6 631		77 840	31,06
	USD	838	8 848	111	5 700	61 630	35 607		112 734	44,98
	GBP	211	3 642	19	2 803	9 034	3 825		19 534	7,79
	CHF	167	2 026	0	655	1 894	301		5 043	2,01
	JPY	0	0	0	75	362	0		437	0,17
	No disponible ⁽¹⁾							35 022	35 022	13,97
	Totales por partida	1 928	34 773	1 407	39 536	91 580	46 364	35 022	250 610	100,00
Francia	EUR	155 494	45 834	31 748	31 076	38 989	860		304 001	76,90
	USD	271	124	58	132	263	4		852	0,22
	GBP	0	0	0	0	45	0		45	0,01
	CHF	0	320	27	0	341	0		688	0,17
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00
	No disponible ⁽¹⁾							89 757	89 757	22,70
	Totales por partida	155 765	46 278	31 833	31 208	39 638	864	89 757	395 343	100,00

Fuente: BCE.

⁽¹⁾ La categoría «No disponible» se refiere a las tenencias de FMM de: i) acciones y participaciones (generalmente insignificantes), ii) participaciones en otros FMM y iii) otros activos. En el caso de Francia, el componente ii) es significativo, en torno a 50 000 millones EUR, muy probablemente denominado en EUR.

III.3 Aspectos generales de los inversores en FMM

Las estadísticas del BCE sobre FMM solo ofrecen una visión general de la composición de los inversores en FMM, principalmente en relación con la zona del euro. Los datos de la encuesta de la JERS complementan las estadísticas del BCE con información adicional sobre el desglose por sectores de la base de inversores, particularmente respecto de los inversores radicados fuera de la zona del euro. El cuadro 8 compendia el desglose geográfico de los inversores en FMM por región y tipo de fondo a partir de las dos fuentes disponibles.

En cuanto al **desglose geográfico**, la base de inversores de los fondos radicados en España, Francia e Italia es claramente nacional, mientras que los radicados en Irlanda y Luxemburgo se apoyan mucho más en la demanda exterior. Sin embargo, existen algunas discrepancias entre las dos fuentes de datos en lo que respecta a la composición geográfica de los inversores, en particular, en el desglose entre inversores de la zona del euro/UE y el resto del mundo en el caso de los fondos radicados en Irlanda y Luxemburgo (véase el **cuadro 8**). Esto podría deberse a la diferente cobertura y a las dificultades objetivas de los gestores de los fondos para clasificar la región y el sector de origen de sus inversores. De los datos de la encuesta se deduce que los no residentes en la UE representan una parte considerable de la base de inversores en FMM (41 %), proporción que es mucho mayor en el caso de Irlanda (70 %). Además, el 90 % de los inversores no residentes opta por fondos con CNAV. Por último, los datos relativos a la base de inversores en FMM alemanes, que solo están disponibles en las estadísticas del BCE, muestran el predominio de los inversores nacionales.

Cuadro 8

Comparación del desglose geográfico de los inversores en FMM europeos en las estadísticas del BCE y la encuesta de la JERS (millones EUR y %)

		Nacionales	Zona del euro (excluidos nacionales)	UE (excluidos nacionales)	Resto del mundo ⁽¹⁾	Residual	Total (millones EUR)	Nacionales	Zona del euro (excluidos nacionales)	UE (excluidos nacionales)	Resto del mundo
Francia	Datos BCE	368 496	16 718	n.d.	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	n.d.	1 %
	Encuesta	193 645	n.d.	2 475	67	n.d.	196 187	99 %	n.d.	1 %	0 %
Irlanda	Datos BCE	15 789	36 487	n.d.	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	n.d.	82 %
	Encuesta	17 018	n.d.	71 563	202 364	n.d.	290 945	6 %	n.d.	25 %	70 %

		Nacionales	Zona del euro (excluidos nacionales)	UE (excluidos nacionales)	Resto del mundo ⁽¹⁾	Residual	Total (millones EUR)	Nacionales	Zona del euro (excluidos nacionales)	UE (excluidos nacionales)	Resto del mundo
Luxemburgo	Datos BCE	10 172	81 766	n.d.	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	n.d.	61 %
	Encuesta	12 493	n.d.	92 651	79 340	n.d.	184 485	7 %	n.d.	50 %	43 %
Italia	Datos BCE	7 820	12	n.d.	22	80	7 934	99 %	0 %	n.d.	0 %
	Encuesta	7 820	n.d.	15	20	n.d.	7 854	100 %	n.d.	0 %	0 %
España	Datos BCE	8 860	72	n.d.	28	39	8 999	98 %	1 %	n.d.	0 %
	Encuesta	8 881	n.d.	100	0	n.d.	8 981	99 %	n.d.	1 %	0 %
Alemania	Datos BCE	4 120	1 547	n.d.	384	26	6 077	68 %	25 %	n.d.	6 %
	Encuesta	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Total	Datos BCE	435 941	137 229	n.d.	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	n.d.	41 %
	Encuesta	239 857	n.d.	166 804	281 791		688 452	35 %	n.d.	24 %	41 %

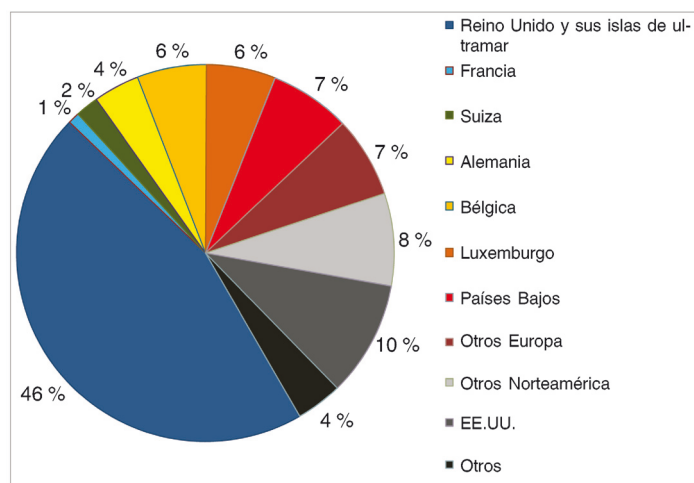
Fuentes: Encuesta de la JERS y BCE.

⁽¹⁾ Equivalente a los residentes fuera de la UE en la encuesta de la JERS y a los residentes fuera de la zona del euro en el conjunto de datos del BCE.

Los datos de la IMMFA sobre los fondos con CNAV de la UE, que muestran una proporción mucho menor de inversores radicados fuera de la UE, también son ilustrativos de la incertidumbre que rodea a los datos relativos a la base de inversores (véase el **gráfico 5**).

Gráfico 5

Inversores en FMM miembros de la IMMFA por países (diciembre de 2010)



Fuente: IMMFA (citada en JERS, Occasional Paper 2012).

En lo que respecta al **desglose por sectores** de la base de inversores en FMM de la UE (véase el **cuadro 9**), la encuesta muestra la importancia del sector de las IFM (32 % de la base de inversores); el sector de las sociedades no financieras (SNF) figura en segundo lugar con un 21 %, seguido del sector de las empresas de seguros y fondos de pensiones (ESFP) con un 13 %, y otras instituciones financieras (OIF) (por ejemplo, otros fondos de inversión y *hedge funds*) con un 12 %. Por tanto, los FMM no solo son una importante fuente de financiación para las entidades de crédito, sino que las propias entidades de crédito son también importantes inversores en FMM.

Cuadro 9

Base de inversores por categorías seleccionadas de fondos (millones EUR y %)

Tipo de fondo	Países declarantes	Total (millones EUR)	IFM	SNF	OIF	ESFP	Hogares	Otros o n.d.	Cobertura ⁽¹⁾	Cober-tura ajustada
1 -CNAV	Irlanda	272 962	37,8 %	10,7 %	22,0 %	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Luxemburgo	141 700	48,8 %	32,5 %	1,5 %	3,1 %	13,5 %	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2 -VNAV a corto plazo	Francia	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Otros países	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3 -VNAV (excluidos VNAV a corto plazo)	Francia	92 798	25,5 %	44,0 %	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Otros países	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	55,0 %	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1 -OICVM	Todos países	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2 -No OICVM	Todos países	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
Total	Todos países	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Fuente: Encuesta de la JERS.

⁽¹⁾ La cobertura por tipo de fondo se ha calculado respecto de la suma de las declaraciones completas y parciales. La cobertura de los totales se ha calculado respecto del total de fondos radicados en los seis países declarantes según datos del BCE. La cobertura ajustada resulta de deducir la categoría «Otros o n.d.». Las celdas señaladas en rojo indican más de 20 000 millones EUR.

En cuanto a las **particularidades nacionales**, los datos reflejan el predominio de las IFM en los fondos con CNAV radicados en Luxemburgo e Irlanda; los fondos con CNAV irlandeses también son muy relevantes para las OIF no residentes en la UE (22 %). Las empresas de seguros y los fondos de pensiones son los principales inversores en fondos con VNAV a corto plazo radicados en Francia. La mayor concentración de inversiones de SNF se observa en los fondos con CNAV radicados en Luxemburgo (46 000 millones EUR), los fondos con VNAV radicados en Francia excluidos los de corto plazo (41 000 millones EUR) y los fondos con CNAV irlandeses (29 000 millones EUR). Por último, la amplia mayoría de inversores en FMM en España e Italia pertenecen al sector de los hogares. Las inversiones en FMM de los hogares de la UE en los seis países declarantes ascienden a 32 000 millones EUR. Una proporción considerable de los hogares de fuera de la UE invierte en fondos con CNAV de Luxemburgo (16 000 millones EUR).

III.4 Concentración del sector

El sector de FMM europeo está bastante concentrado, particularmente en los fondos con CNAV. Según la encuesta, los diez primeros fondos con CNAV de Europa, de un total de 123, tienen una cuota de mercado de aproximadamente el 55 %, que representa 226 000 millones EUR (véase el **cuadro 10**). Esto contrasta con la cuota del 33 % de los diez primeros fondos con VNAV, de los que todos excepto uno están radicados en Francia. En el caso de los fondos que no son OICVM, los diez primeros representan el 74 % de la cuota de mercado ⁽¹⁾.

Cuadro 10

Concentración de los 3, 5, 10 y 20 primeros fondos por categorías seleccionadas de fondos (%)

Fondos	CNAV Irlanda	CNAV Lu-xemburgo	Francia	Total CNAV	Total VNAV	OICVM	No OICVM	Total fondos
3 primeros	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
5 primeros	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
10 primeros	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

⁽¹⁾ Debido principalmente a un gran fondo con VNAV radicado en Francia que representa el 35 % de los fondos que no son OICVM de la encuesta.

Fondos	CNAV Irlanda	CNAV Lu-xemburgo	Francia	Total CNAV	Total VNAV	OICVM	No OICVM	Total fondos
20 primeros	84,30 %	n.d.	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Fuente: Encuesta de la JERS.

Nota: Los porcentajes de las categorías «Francia» y «Total fondos» se han calculado en relación con el total de activos bajo gestión registrado en las estadísticas del BCE sobre los países declarantes; los porcentajes de las demás categorías se refieren al total de activos bajo gestión en fondos para los que se dispone de información (89 % de los fondos con CNAV o VNAV y 82 % de los fondos OICVM o no OICVM).

El análisis de la concentración por grupos gestores revela que los cinco primeros grupos que gestionan FMM en Europa representan el 40 % del sector total de FMM de la UE, y que los diez primeros constituyen el 54 %. El sector de fondos con CNAV está aún más concentrado y los cinco primeros grupos representan el 87 % de la actividad en Luxemburgo y el 59 % en Irlanda. En cuanto a los fondos que no son OICVM, los tres principales operadores europeos gestionan en torno al 67 % del sector. De los diez primeros grupos europeos, siete están relacionados con entidades de crédito (incluidos cuatro de los cinco primeros), dos son gestores de activos independientes y uno pertenece a un grupo asegurador.

Cuadro 11

Concentración del sector de FMM por grupos gestores de fondos (%)

Promotores	CNAV Irlanda	CNAV Lu-xemburgo	Francia	Total CNAV	Total VNAV	OICVM	No OICVM	Total fondos
3 primeros	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
5 primeros	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
10 primeros	73,80 %	n.d.	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Fuente: Encuesta de la JERS.

Nota: Los porcentajes de las categorías «Francia» y «Total fondos» se han calculado en relación con el total de activos bajo gestión registrado en las estadísticas del BCE sobre los países declarantes; los porcentajes de las demás categorías se refieren al total de activos bajo gestión en fondos para los que se dispone de información (89 % de los fondos con CNAV o VNAV y 82 % de los fondos OICVM o no OICVM).

III.5 Desviación de los fondos con CNAV de la paridad

En el pasado, los FMM europeos mostraron desviaciones entre su precio en la sombra y su precio constante (es decir, soportaron pérdidas de valoración a precios de mercado no realizadas). Según la encuesta de la JERS, de una muestra de 76 fondos con CNAV (con activos bajo gestión de 414 000 millones EUR), 18 registraron desviaciones de hasta 10 puntos básicos y 15 experimentaron desviaciones superiores a 10 puntos básicos en el período comprendido entre junio de 2007 y junio de 2012 (véase el **cuadro 12**). Asimismo, 13 de los 15 fondos con CNAV con desviaciones superiores a 10 puntos básicos gestionaban activos de unos 72 000 millones EUR⁽¹⁾, e incluían tres de los diez fondos más grandes de la muestra. Sin embargo, en algunos fondos, las desviaciones se limitaron al evento de crédito posterior a la quiebra de Lehman en 2008. Cabe señalar que estos datos abarcan los períodos anterior y posterior a la reforma de la regulación de los FMM realizada por la CERS/ESMA, y que las desviaciones ocurridas durante esos períodos no pueden inferirse de los datos de la encuesta.

Cuadro 12

Desviaciones de la paridad de los fondos con CNAV en el período comprendido entre junio de 2007 y junio de 2012 (millones EUR y %)

Desviación	Total	con datos sobre tamaño disponibles			
	Número de fondos	Número de fondos	Valor liquidativo total	Porcentaje	Valor liquidativo 3 primeros
Hasta 10 puntos básicos	18	13	77,872	28,00 %	45,935
11 puntos básicos o más	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Fuente: Encuesta de la JERS.

Notas: Número de desviaciones de la paridad en el período comprendido entre junio de 2007 y junio de 2012; cobertura: 78 fondos con CNAV (solo se dispone de datos sobre el tamaño de 65 fondos).

⁽¹⁾ No se dispone de datos sobre los otros dos fondos con CNAV.

IV. RECOMENDACIONES DE LA JERS

IV.1 **Ámbito de las recomendaciones**

El **objetivo** que guía las recomendaciones de la JERS es mitigar los riesgos para la estabilidad financiera que representan los FMM domiciliados en la UE debido a sus similitudes con las entidades de crédito y a su vulnerabilidad ante una fuga de inversores (en particular, en el caso de los fondos con CNAV). Las recomendaciones tienen también la finalidad de lograr una aplicación apropiada y consistente de las recomendaciones de la IOSCO en Europa.

La Comisión ha expresado su intención de elaborar medidas legislativas aplicables al conjunto de la UE relativas a los OICVM y los FMM. De conformidad con el objetivo de lograr una aplicación armonizada en el conjunto de la UE, la Comisión es la única **destinataria** de las recomendaciones de la JERS. La Comisión podrá consultar a las Autoridades Europeas de Supervisión —especialmente la ESMA— respecto de la aplicación de las recomendaciones de la JERS y, a fin de garantizar una aplicación armonizada de las mismas, podrá pedirles que elaboren los estándares técnicos, directrices y recomendaciones necesarios (incluidas las plantillas para la comunicación de información). El establecimiento de estándares técnicos relacionados con la regulación de los FMM queda fuera del ámbito de este anexo.

En lo que se refiere al período de aplicación de las recomendaciones y, de conformidad con el calendario previsto de la reforma del marco de los OICVM, se invita a la Comisión a informar a la JERS no más tarde del final de junio de 2013 y del final de junio de 2014 sobre el progreso de la aplicación de las recomendaciones. En relación con la recomendación A, se proponen medidas transitorias adicionales.

En términos de **cobertura de fondos**, en línea con las recomendaciones de la IOSCO, las recomendaciones de la JERS se dirigen a instituciones de inversión colectiva (IIC) radicadas en la UE que se ofrecen/venden a los inversores como instrumentos que intentan mantener el capital, ofrecer liquidez diaria y lograr objetivos de rendimientos acordes con los tipos del mercado monetario. Se dirigen especialmente a fondos considerados o vendidos como FMM o que tienen las mismas características que un FMM (es decir, que buscan el mantenimiento del valor del capital, amortizaciones diarias y tipos del mercado monetario) o a fondos vendidos de forma que creen esta impresión (por ejemplo, vendidos como fondos de efectivo, fondos líquidos o con liquidez, o fondos con vencimiento a corto plazo). Si no se hace referencia explícita al tipo de fondo (por ejemplo, fondos con CNAV, fondos con VNAV, FMM a corto plazo, fondos que son OICVM o fondos que no son OICVM), en el ámbito de las recomendaciones de la JERS se incluyen todos los tipos de FMM europeos definidos anteriormente, independientemente de su denominación o del marco regulador que les sea aplicable.

A continuación se presenta un análisis detallado de todas las recomendaciones, seguido de su razonamiento económico y una evaluación de sus posibles ventajas e inconvenientes y, cuando resulta posible, de su posible impacto en el mercado. Para la evaluación se han consultado múltiples documentos de investigación, los resultados de los datos recopilados sobre esta materia y los debates con los participantes en el mercado.

IV.2 **Recomendación A – Conversión obligatoria al modelo con valor liquidativo variable**

Se recomienda a la Comisión que vele por que la legislación de la Unión aplicable:

- 1) *exija que los FMM tengan un valor liquidativo variable;*
- 2) *exija que los FMM hagan un uso general de la valoración razonable y restrinjan el uso de la contabilidad de coste amortizado a un número limitado de circunstancias predefinidas.*

IV.2.1 *Razonamiento económico*

a) *Opciones*

Una importante consideración relativa al riesgo sistémico en relación con los FMM es que estos son entidades de banca en la sombra que realizan una función económica similar a la de las entidades de crédito. Aunque están sujetos a la supervisión de mercado, no cuentan con la forma jurídica equivalente ni con el marco regulador aplicable a las entidades de crédito (véase la sección II).

Las recomendaciones de la IOSCO (octubre de 2012), aprobadas por el FSB, tienen como objetivo abordar esta cuestión. El documento consultivo del FSB (noviembre de 2012) relativo a la reforma de la banca en la sombra apoya el trabajo de la IOSCO. En este documento se afirma que los riesgos pueden afrontarse de dos formas: i) eliminando las características de los FMM que incrementan su vulnerabilidad a la fuga de inversores, es decir, eliminar las características similares a los depósitos que comparten con las entidades de crédito, y ii) permitiendo a los FMM conservar sus similitudes con los depósitos, aunque aplicando medidas mitigadoras del riesgo al igual que en la regulación prudencial bancaria.

La primera posibilidad requeriría reformas de la valoración de las participaciones en los FMM para eliminar las similitudes con los depósitos. En consecuencia, la valoración de las participaciones tendría que reflejar mejor el valor de los activos subyacentes de los FMM. Esto implica que los FMM tendrán que utilizar el modelo con VNAV y hacer un uso generalizado de la valoración razonable; el uso continuado de la contabilidad de coste amortizado no debe permitir una variación significativa del valor de los activos respecto de su valor razonable. Alternativamente, podría

permitirse a los FMM seguir empleando el modelo con CNAV, pero con la condición de un mayor alineamiento con la regulación bancaria. En particular, tendrían que funcionar con exigencias equivalentes a los requerimientos de capital, liquidez y otros requerimientos prudenciales aplicables a las entidades de crédito, y protegerlos frente a fugas de depositantes.

Esto queda reflejado en la recomendación 10 de la IOSCO: «Los FMM que ofrecen un valor liquidativo constante deben estar sujetos a medidas diseñadas para reducir los riesgos específicos asociados a dicha característica y para internalizar los costes que resulten de tales riesgos. Los reguladores deben requerir, donde sea factible, la conversión al modelo con valor liquidativo variable. De forma alternativa, se deben adoptar medidas de protección para reforzar la resistencia de los FMM con valor liquidativo constante frente a reembolsos significativos». El FSB añade en su documento consultivo de noviembre de 2012 mencionado más arriba que cuando dicha conversión no sea factible, las medidas de protección requeridas «deben ser equivalentes desde el punto de vista funcional a las exigencias de capital, de liquidez o prudenciales de otro tipo aplicables a las entidades de crédito a efectos de protección frente a fugas de depósitos». La recomendación 4 de la IOSCO dice, además, que «los FMM deben cumplir el principio general de valor razonable al calcular el valor de sus carteras. El método de coste amortizado debe utilizarse únicamente en circunstancias limitadas».

A la hora de considerar la conversión del modelo con CNAV al modelo con VNAV, debe prestarse especial atención a los siguientes factores de carácter internacional (véase la sección I.1). Está previsto que el FSB termine de elaborar su conjunto de recomendaciones sobre banca en la sombra en septiembre de 2013 (FSB, noviembre de 2012). Teniendo en cuenta la interconexión de los mercados y la notable capacidad de adaptación del sistema bancario en la sombra, podría argumentarse que las propuestas en relación con la banca en la sombra, en la que se integran los FMM, deberían ser de naturaleza global y que un enfoque parcial o incompleto sería rápidamente objeto de arbitraje. El FSB declaró que, una vez finalice sus recomendaciones, empezará a trabajar en los procedimientos para asegurar que las distintas recomendaciones sobre banca en la sombra se apliquen adecuadamente. No obstante, no se plantea seguir trabajando en las recomendaciones sobre los FMM.

De acuerdo con la naturaleza fundamental de los FMM, la opción preferida es reforzar las características de inversión de los FMM y reducir sus similitudes con los depósitos/entidades de crédito mediante la conversión obligatoria de CNAV a VNAV. La razón para ampliar el contenido de la recomendación 10 de la IOSCO es reducir los incentivos de los inversores para retirar fondos, aumentar la transparencia de los precios y reducir la interconexión, como se analiza con mayor detalle a continuación.

b) Reducción de riesgos

Aunque pueden darse fugas de inversores en cualquier tipo de fondo con desajustes de vencimiento o de liquidez, los fondos con CNAV tienen características que sugieren que un inversor puede ser más propenso a buscar la «ventaja de solicitar el reembolso antes que los demás» en momentos de tensión en los mercados (véase la sección II.1). La conversión al modelo con VNAV reducirá los riesgos específicos asociados a los fondos con CNAV y los efectos de un evento de crédito. El modelo con VNAV podría **reducir los incentivos de fuga** cuando un fondo experimenta una pérdida moderada. Como se apunta en la sección II, incluso las pérdidas pequeñas podrían provocar una solicitud masiva de reembolsos, que podría propagarse a otros FMM. La ventaja de ser el primero derivada de la contabilidad de coste amortizado y del redondeo del valor liquidativo podría reducirse obligando a los partícipes a amortizar a un valor liquidativo que refleje las pérdidas reales, lo que reduciría la transferencia de pérdidas a los partícipes que permanecen en el fondo.

El abandono de la contabilidad de coste amortizado y del redondeo también puede ofrecer **transparencia de precios** a los inversores, puesto que permite que los precios de las participaciones fluctúen como ocurre en cualquier otro IIC, y puede mejorar la comprensión por los inversores de los riesgos inherentes a estos fondos y de sus diferencias con los depósitos. Por tanto, reduciría las expectativas de los inversores de que los FMM pueden ser invulnerables a las pérdidas, así como el posible riesgo de fuga si un fondo no cumple esas expectativas. Es más que posible que los inversores esperen, y por tanto acepten, fluctuaciones periódicas, como ocurre con otros productos de inversión, porque los descensos de los precios de mercado no serán necesariamente una señal de insolvencia inminente de las carteras de valores ⁽¹⁾. El modelo con VNAV podría reducir la incertidumbre acerca de la calidad de la cartera de activos, puesto que esta quedará reflejada en el valor liquidativo.

⁽¹⁾ Durante el verano de 2011, por ejemplo, se produjeron fluctuaciones en el valor de los FMM con VNAV europeos como reflejo de las variaciones de las condiciones del mercado y del incremento de la volatilidad. A pesar de dichas fluctuaciones, el impacto sobre los reembolsos fue pequeño, lo que sugiere que los inversores aceptan variaciones temporales (incluso negativas) en el valor liquidativo de sus fondos.

En los FMM que invierten en vencimientos a muy corto plazo con menos riesgo de crédito y de tipo de interés, este menor riesgo se traducirá presumiblemente en un valor liquidativo menos fluctuante. Puesto que los inversores podrán comparar las fluctuaciones de valor diarias en distintas condiciones de mercado, la información les ayudará a adoptar decisiones mejor adaptadas a sus preferencias de riesgo-rentabilidad.

Incluso si la mencionada ventaja de actuar el primero fuera reducida, el incentivo de obtener el reembolso antes que el resto podría seguir existiendo, aunque en menor medida. Los FMM no tienen un 100 % de liquidez diaria, de forma que pueden darse casos extremos en los que no puedan satisfacerse los reembolsos solicitados por los inversores. Por tanto, en casos de reembolsos muy altos, los inversores podrían aún tener incentivos para solicitarlos (como en el caso de cualquier fondo de inversión), puesto que los reembolsos subsiguientes podrían obligar al fondo a vender activos menos líquidos y posiblemente incurrir en pérdidas. Las incertidumbres contables que se dan también en los fondos con VNAV podrían contribuir igualmente al riesgo de fugas.

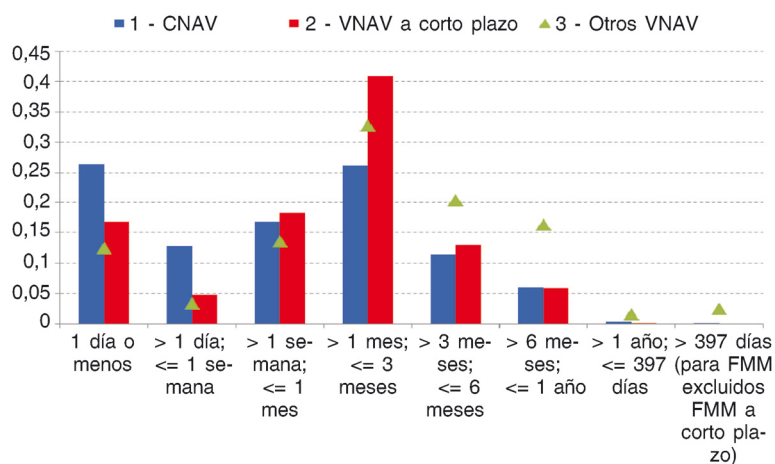
Para limitar en mayor medida tales riesgos, también en relación con los fondos con VNAV, la recomendación se refiere a la valoración de instrumentos únicos. Por lo general, los FMM deben garantizar que los activos sean valorados de acuerdo con los precios corrientes de mercado, siempre que tales precios estén disponibles, sean fiables y estén actualizados. Cuando no se dispone de precios de mercado o estos no son fiables, los fondos deben, como norma general, valorar los activos que mantienen en sus carteras utilizando modelos basados en la curva de rendimientos actual y el diferencial del emisor.

La recomendación no entraña una prohibición total de la contabilidad de coste amortizado. No obstante, si se permite seguir empleando la contabilidad de coste amortizado, deben aplicarse medidas de protección eficaces para reducir al mínimo el riesgo de fijación errónea de los precios. De conformidad con la recomendación de la IOSCO, la contabilidad de coste amortizado debería utilizarse solo si se estima que permite una aproximación apropiada al precio del instrumento.

Deberían aplicarse restricciones al uso de la contabilidad de coste amortizado en lo que se refiere al vencimiento residual del instrumento, ya que reducirían considerablemente los riesgos de discrepancia entre el precio con CNAV y el precio real del FMM. Mientras que la IOSCO recomienda un máximo de 90 días, los instrumentos con vencimiento residual incluso más corto pueden generar sensibilidad a los riesgos de interés y de crédito. A este respecto, cabe notar que los FMM europeos (particularmente los fondos con CNAV) mantienen una elevada proporción de activos con vencimiento residual de menos de 90 días (véase el **gráfico 6**). En EE.UU. la SEC (1977) permite la valoración a coste amortizado en fondos de inversión solo en caso de vencimientos residuales de hasta 60 días, junto con otras medidas de protección adicionales⁽¹⁾. Aun cuando todas las limitaciones se aplicaran cumulativamente, existiría un riesgo de uso generalizado de la contabilidad de coste amortizado si se considerase un máximo de 90 días. Para un fondo con CNAV, un error en la fijación del precio de incluso el 0,5 % de sus activos puede generar incentivos para la fuga, puesto que los inversores podrían intentar el reembolso a la par antes de que el valor liquidativo cayera por debajo de la unidad (*break the buck*).

Gráfico 6

Perfil de vencimientos de activos por tipo de fondo (%)



Fuente: Encuesta de la JERS.

Notas: La categoría «un día o menos» incluye también los depósitos sin vencimiento o con vencimiento no definido. Los datos abarcan el 82 % del total de activos bajo gestión de los fondos con CNAV.

⁽¹⁾ Actualmente, la regla 2a-7 permite una desviación de esta regla general en el caso de los FMM, a los que se permite utilizar la contabilidad de coste amortizado y el redondeo sin esa limitación. De acuerdo con el FSOC (2012), una conversión al modelo con VNAV requeriría la eliminación de esta excepción y exigiría que los FMM valoraran sus carteras de la misma forma que todos los demás fondos de inversión, en particular mediante el uso de la valoración de coste amortizado solo en el caso de un vencimiento residual de hasta 60 días y otras condiciones adicionales.

La recomendación B sobre exigencias de liquidez se dirigirá también los fondos con VNAV y debería reducir en mayor medida el riesgo de fugas. Conviene reconocer, no obstante, que incluso pudiendo reducirse los riesgos, no es posible eliminar completamente el riesgo de fugas ya que los FMM ofrecen transformación de vencimiento.

Por último, la recomendación A puede contribuir a afrontar el riesgo sistémico derivado de la **interconexión** de los promotores de FMM, puesto que cualquier fluctuación del VNAV puede reducir la dependencia de los inversores del respaldo implícito y discrecional del promotor. Esto se debe a que los promotores de fondos con VNAV tienen menos incentivos para intervenir a fin de estabilizar el precio de las participaciones.

IV.2.2 Evaluación

a) Posible impacto

Cualquier opción en relación con los FMM debería evaluarse detenidamente en lo que respecta a su posible impacto sobre la estabilidad financiera y el funcionamiento del mercado. La opción más debatida actualmente a escala internacional es la conversión obligatoria de los FMM del modelo con CNAV al modelo con VNAV. Teniendo en cuenta los vínculos internacionales creados por los FMM, la solución óptima sería una alineación mundial de la intervención reguladora. Sin embargo, a la fecha de este informe, se desconoce si se llevarán a cabo nuevas reformas de regulación en EE.UU. (el mayor mercado de FMM del mundo) en el futuro próximo. Al mismo tiempo, en Europa se han puesto en marcha iniciativas legislativas en relación con el marco de los OICVM, que podrían representar una oportunidad para introducir medidas que reduzcan aún más el riesgo sistémico derivado de los FMM (véase la sección I).

Por una parte, las consecuencias de una conversión obligatoria (unilateral) de los FMM europeos al modelo con VNAV podrían ser insignificantes para el sector de FMM europeo, en el supuesto de que los inversores en FMM con CNAV no son sensibles a la actual clasificación de un fondo y muestran más preocupación por sus activos subyacentes. Por otra parte, podría producirse un desplazamiento repentino desde fondos europeos con CNAV hacia otras jurisdicciones u otros productos. Esto podría tener un impacto acusado sobre la fijación de los precios y la disponibilidad de financiación a corto plazo para los prestatarios europeos, en particular, las entidades de crédito.

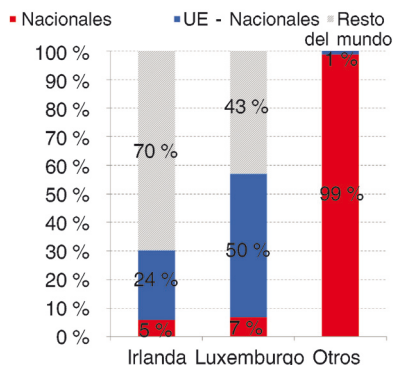
En la mesa redonda organizada por la JERS con representación del sector privado, algunos participantes argumentaron que una reducción de la demanda sería improbable en el caso de los inversores europeos, aunque sería mayor en el caso de los inversores de fuera de la UE, particularmente de EE.UU., que muestran una especial preferencia por el modelo con CNAV. La reducción de la demanda de los inversores estadounidenses podría ser considerable de no acometerse o esperarse una reforma similar de la regulación de ese país en los próximos años. Aunque es muy difícil calcular el impacto de un posible cambio unilateral al modelo de VNAV en Europa, no solo debido a las incertidumbres relacionadas con el comportamiento de los inversores, en la sección II se ofrecen algunos datos útiles que pueden dar al menos una indicación.

Los fondos con CNAV tienen una elevada exposición a las IFM de fuera de la UE (161 000 millones EUR en total) en comparación con la exposición a las IFM de la UE (146 000 millones EUR), debida principalmente a los fondos irlandeses (128 000 millones EUR o el 47 % del total de activos bajo gestión). La exposición transfronteriza de los fondos con CNAV irlandeses a las IFM de la UE es también considerable (75 000 millones EUR). En el caso de Luxemburgo, la exposición a las IFM de la UE es mayor (58 000 millones EUR) que a las de fuera de la UE (33 000 millones EUR), aunque en este caso la cobertura es menor y estas cifras podrían subestimar la exposición real. En consecuencia, la financiación concedida a IFM europeas por valor de 146 000 millones EUR podría verse afectada por una conversión obligatoria al modelo con VNAV, aunque es probable que parte de esta financiación permaneciera invertida en IFM europeas, por ejemplo, mediante tenencias directas de valores emitidos por entidades de crédito europeas o de depósitos bancarios.

Existe considerable incertidumbre respecto de la distribución geográfica de los inversores en FMM, como muestran las diferencias entre las estadísticas del BCE y las cifras de la encuesta específica realizada por la JERS (véase el **cuadro 9** en la sección III.3). Los fondos con CNAV están radicados principalmente en Irlanda y Luxemburgo y el cuadro 9 de la sección III.3 presenta información sobre la distribución geográfica y por sectores de su base de inversores (véanse también los **gráficos 7 y 8** a continuación).

Gráfico 7

Distribución geográfica de los inversores en FMM (%)

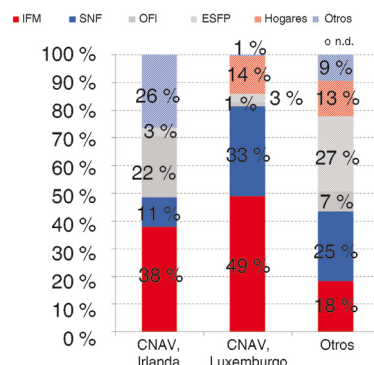


Fuente: Encuesta de la JERS.

Notas: «Otros» incluye fondos de Alemania, España, Francia e Italia. Los datos abarcan el 100 % de la encuesta de la JERS y aproximadamente el 70 % del total de activos bajo gestión de los FMM de la UE.

Gráfico 8

Distribución por sectores de los inversores en FMM (%)



Fuente: Encuesta de la JERS.

Notas: «Otros» incluye fondos de Alemania, España, Francia e Italia y fondos con VNAV de Irlanda y Luxemburgo. Los datos abarcan el 100 % de la encuesta de la JERS y aproximadamente el 70 % del total de activos bajo gestión de los FMM de la UE.

De acuerdo con los resultados de la encuesta de la JERS, el porcentaje de inversores radicados fuera de la UE en FMM irlandeses es del 70 % (o 202 000 millones EUR) del total (véase el **gráfico 7**). Sin embargo, según las estadísticas del BCE que abarcan la población total de FMM, los inversores de fuera de la zona del euro representan un 82 % (o 253 000 millones EUR). No obstante, no es plausible que los inversores del Reino Unido y de otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro representen tan solo 51 000 millones EUR (la diferencia entre las dos cifras) mientras que los fondos denominados en libras esterlinas radicados en Irlanda representen alrededor de 134 000 millones EUR. Aunque no se dispone de una cifra precisa, la cifra de la encuesta de la JERS (202 000 millones EUR) podría considerarse el techo de un intervalo; el suelo se derivaría de las estadísticas del BCE como el total del resto del mundo menos el valor total de los fondos denominados en libras esterlinas (es decir, 119 000 millones EUR, o 253 000 millones EUR menos 134 000 millones EUR). Por tanto, la proporción de inversores del resto del mundo en Irlanda podría situarse entre 119 000 millones EUR y 202 000 millones EUR. Según la encuesta, estos inversores invierten principalmente en fondos con CNAV (84 %).

En lo que respecta a Luxemburgo, los datos de la encuesta solo pretendían ofrecer una cobertura parcial de la base de inversores en FMM de alrededor del 74 % del total invertido. Según estos datos, el sector del resto del mundo (es decir, fuera de la UE) representa aproximadamente 79 000 millones EUR, o el 43 % del total de la base de inversores. La cifra equivalente de las estadísticas del BCE, que incluye los inversores del Reino Unido, es de 152 000 millones EUR o el 61 % del total de la base de inversores. Deduciendo los fondos denominados en libras esterlinas radicados en Luxemburgo (lo que equivale a unos 20 000 millones EUR), el rango entre las dos cifras sigue siendo bastante amplio (de entre 79 000 millones EUR y 132 000 millones EUR).

En lo que se refiere a los fondos con CNAV, solo se dispone de los datos de la encuesta de la JERS. Según esta fuente, los inversores radicados fuera de la UE representan 257 000 millones EUR o el 62 % del total de la base de inversores. No obstante, es posible que esta cifra esté sobrestimada dada la incertidumbre sobre el origen de los inversores.

En conjunto, los resultados de la encuesta de la JERS sitúan en 257 000 millones EUR la demanda potencial de inversión de los residentes fuera de la UE (o el 25 % del total), que podrían ser atraídos específicamente por el modelo con CNAV; lamentablemente, la desagregación geográfica de la base de inversores no permite la identificación de la clase de inversores estadounidenses. En caso de que una conversión a VNAV provocase la salida de estos inversores, podría verse afectado un cuarto de los activos bajo gestión de los FMM europeos, lo que también podría afectar a la financiación de las IFM. Sin embargo, puesto que los fondos con CNAV invierten mayoritariamente fuera de la UE (véase el **cuadro 4** de la sección III.2), el impacto en las IFM europeas podría ser más limitado. Además, es posible que la proporción de inversores de fuera de la UE se haya sobrestimado notablemente en la encuesta. De acuerdo con los datos de la IMMFA, el 10 % o unos 40 000 millones EUR pueden atribuirse a inversores estadounidenses; por tanto, la salida de estos inversores tendría un impacto muy pequeño.

b) Medidas transitorias

Una conversión obligatoria al modelo con VNAV requeriría una serie de medidas transitorias. En primer lugar, la conversión del modelo con CNAV al modelo con VNAV podría representar retos operativos para gestores e inversores y posiblemente habría que actualizar los sistemas informáticos y de procesamiento. En segundo lugar, los inversores podrían ordenar reembolsos considerables para tratar de evitar posibles pérdidas en caso de que el CNAV difiera del «verdadero» VNAV. Por tanto, se recomienda un período de transición suficientemente amplio para los FMM existentes, durante el que pueda mantenerse el CNAV mientras se realizan los ajustes necesarios. El período de transición para los fondos con CNAV podría ser de dos años como mínimo a partir de la publicación final de las normas aplicables. Asimismo, el cambio al modelo con VNAV debería anunciarse con bastante antelación a la fecha de obligatoriedad de su aplicación, comunicando detalladamente los efectos del mismo. Este período debería ser suficiente también para que los inversores tengan en cuenta las reformas que podrían aplicarse en relación con los FMM en EE.UU., lo que contribuiría a mitigar la preocupación por ser los primeros en aplicarlas.

c) Requerimientos de capital como posible alternativa

Razonamiento

Si la conversión al modelo con VNAV no resulta factible, el FSB (noviembre de 2012) propone como alternativa aplicar requerimientos que tendrán el mismo efecto que la regulación prudencial bancaria. Si no hubiera una legislación europea que exigiera la conversión obligatoria de todos los FMM con CNAV al modelo con VNAV, se aplicarían salvaguardas estrictas, incluidos requerimientos de capital, en consonancia con la regulación bancaria.

El siguiente apartado se centra en los requerimientos de capital. La razón para establecer requerimientos de capital formales es que, conceptualmente, existen paralelismos entre los fondos con CNAV y los depósitos bancarios (que están protegidos mediante requerimientos de capital bancario). El objetivo de aplicar requerimientos de capital a los fondos con CNAV es aumentar su capacidad para soportar las pérdidas que pudieran derivarse de la insolvencia de activos o de las ventas de activos para satisfacer reembolsos que amenacen la estabilidad del valor de cada participación. Esto podría mitigar el riesgo sistémico relacionado con tales fondos, puesto que reduciría la ventaja de ser el primero y los incentivos de los inversores para ordenar el reembolso en momentos de tensión, ya que esperan que las pérdidas sean menores que el tamaño de la reserva de capital⁽¹⁾.

Además de los requerimientos de capital, podría exigirse que los FMM con CNAV soliciten una licencia bancaria limitada (véase Parlamento Europeo, 2012). Con ello se aseguraría que los fondos con CNAV estén sujetos a una regulación prudencial similar a la bancaria, especialmente en lo que se refiere al capital. Asimismo, les permitiría beneficiarse de la garantía de depósitos y de la liquidez del banco central, al igual que las entidades de crédito.

Posibles modelos

Dos posibles modelos para los requerimientos de capital se están debatiendo a nivel internacional: i) una reserva del valor liquidativo financiada por los inversores, y ii) exigencias de capital para el gestor del fondo. A continuación se analizan ambos modelos en mayor detalle.

i) Reserva del valor liquidativo financiada por el mercado

La primera alternativa sería crear una reserva del valor liquidativo a nivel del FMM reteniendo una porción de sus ingresos como posible amortiguador de pérdidas. La legislación podría establecer una reserva mínima del valor liquidativo, y el fondo podría dejar de retener ingresos una vez alcanzada. Sin embargo, este concepto presenta varias desventajas (véase IOSCO, octubre de 2012).

⁽¹⁾ Véase, por ejemplo, Gordon y Gandía (2012); Squam Lake Group (2011); FSOC (2012).

Llevaría cierto tiempo acumular una reserva lo suficientemente cuantiosa, por lo que su utilidad durante el período transitorio sería reducida. Una reserva de menor tamaño podría acumularse más rápidamente pero tendría una utilidad limitada; podría incluso dar la impresión errónea de que las pérdidas de los inversores tienen una protección mayor de la que realmente tienen, lo que podría incrementar el riesgo sistémico. En el presente entorno de tipos de interés bajos, reunir una reserva sustancial sería también muy difícil.

La acumulación de la reserva también podría crear una transferencia de beneficios de los partícipes actuales, que contribuyen al establecimiento de la reserva, a los partícipes futuros, que podrían beneficiarse de ella más adelante.

Puesto que la reserva reduciría directamente el rendimiento que el fondo puede ofrecer, las inversiones podrían perder atractivo y la demanda de inversores podría disminuir. Los fondos podrían salir del mercado para evitar la reserva, lo que reduciría el tamaño del sector y la disponibilidad de una fuente importante de financiación a corto plazo para las IFM.

Por último, puesto que serían los partícipes quienes proporcionarían los fondos para las reservas, los gestores/promotores no tendrían una participación financiera, lo que disminuiría los incentivos para una gestión prudente del riesgo.

ii) Requerimientos de capital/garantía explícita del promotor

La segunda alternativa sería requerir que los gestores/promotores de los FMM presten un compromiso explícito de apoyo financiero, que con frecuencia se asume implícitamente. Dicho compromiso explícito significaría convertir en obligatorio el apoyo (actualmente discrecional) con que los FMM han contado frecuentemente en el pasado y obligaría al promotor/gestor a internalizar el coste conexo. Este compromiso explícito es razonable porque, como se expone en la sección II.2, la naturaleza discrecional del apoyo del promotor es una fuente de riesgo sistémico inherente a los FMM.

Podría exigirse que los gestores de los FMM, o más generalmente los promotores, crearan y financiaran una garantía que absorba las pérdidas del FMM. El capital se mantendría fuera del FMM y sería propiedad del promotor/garante, y no un pasivo del fondo. Los inversores contribuirían indirectamente, por ejemplo, mediante un incremento de los costes/comisiones, lo que podría reducir la demanda de los inversores. Alternativamente, el gestor/promotor también podría prestar una garantía explícita a condición de que el gestor/promotor sea una entidad regulada sujeta a requerimientos prudenciales de capital.

Tamaño

Una reserva/exigencia de capital debe ser lo bastante alta para ofrecer protección sustancial frente a pérdidas y reducir así de forma efectiva el riesgo de fuga de inversores. De otra forma, en un fondo que se considerase en riesgo de pérdidas superiores a su reserva de capital, o en el que hubieran surgido incertidumbres acerca de la capacidad del garante para ofrecer apoyo, se crearían incentivos similares para la fuga. Los requerimientos de capital para la garantía explícita prestada por los promotores, específicamente en el caso de que se mantuviera el modelo con CNAV, tendrían que ser compatibles con las exigencias regulatorias de capital impuestas a las entidades de crédito.

El **Squam Lake Group** (2011) propone tener en cuenta los importes aportados por los promotores en el pasado a la hora de fijar el tamaño de la reserva necesaria para impedir que el valor liquidativo de los fondos con CNAV caiga por debajo de la unidad («break the buck»). Por ejemplo, una reserva de al menos 0,03 USD por participación habría sido necesaria en el período de dos días posterior a la quiebra de Lehman, en el que el Reserve Primary Fund informó de un precio mínimo de 97 centavos USD por participación.

El **FSOC** (2012) propone una reserva acorde al riesgo de los activos del fondo, con: i) ninguna obligación de reserva para el efectivo, los valores del Tesoro ni los repos de deuda pública (repos garantizados exclusivamente con efectivo y valores del Tesoro); ii) una obligación de reserva del 0,75 % para otros activos con liquidez diaria (o para activos con liquidez semanal, en el caso de los fondos exentos de impuestos), y iii) una obligación de reserva del 1,00 % para todos los demás activos. La reserva del valor liquidativo se mantiene en exceso de los activos necesarios para estabilizar el precio de la participación del fondo con CNAV. El FSOC menciona asimismo que aunque normalmente los FMM invierten en valores con poco riesgo, la experiencia ha demostrado que los fondos pueden experimentar pérdidas superiores a la reserva del 1 % del valor liquidativo referida anteriormente. Por tanto, el FSOC propone otra alternativa, con una reserva de hasta el 3 % (de nuevo dependiendo de la composición de los activos). Asimismo, las propuestas del FSOC incluyen también la idea de un «saldo mínimo para riesgos», que representa una parte del valor contable que sería reembolsable con diferimiento.

La **IOSCO** utiliza como ejemplo un mínimo de 50 puntos básicos para la reserva del valor liquidativo diseñada para cubrir las diferencias entre el valor a precio de mercado y el valor a la par. Sin embargo, una reserva de este tamaño no sería equivalente desde el punto de vista funcional a las exigencias de capital impuestas por el **FSB** (noviembre de 2012) a las entidades de crédito. Conforme al **marco de capital Basilea III**, las entidades de crédito deben mantener capital suficiente para satisfacer un requerimiento de capital basado en el riesgo y otro basado en el apalancamiento. Este último exige que el capital sea al menos del 3 % de los activos de la entidad de crédito (véase Comité de Supervisión Bancaria de

Basilea 2010, párrafo 153). Por tanto, una consolidación de activos de un FMM en el balance de la entidad garante implica un requerimiento de capital del 3 % del valor liquidativo del FMM. En consecuencia, para asegurar el cumplimiento de la regulación prudencial bancaria, se consideraría por lo general una reserva de capital del 3 %. Esto se aplicaría independientemente de si el compromiso de capital es prestado por entidades de crédito o, si está permitido, por el gestor o un tercero. Debe notarse, sin embargo, que la ratio de apalancamiento del 3 % propuesta por el Comité de Basilea se aplicará en paralelo durante el período comprendido entre enero de 2013 y enero de 2017 y podría ser objeto de calibraciones ulteriores.

Riesgos

La alternativa de imponer exigencias de capital entraña varios riesgos. En primer lugar, las exigencias podrían tener **implicaciones de capital significativas** para los gestores/promotores. Tomando como punto de referencia el marco de capital Basilea III, podría requerirse al menos el 3 % del valor liquidativo del FMM como se ha mencionado anteriormente. De acuerdo a las estimaciones facilitadas por algunos miembros de la JERS, para algunas entidades de crédito europeas aportar una reserva de capital del 3 % sobre todos los activos de los FMM con CNAV que son gestionados dentro del grupo bancario podría costar hasta medio punto porcentual de su capital básico (siempre que esta reserva de capital sea un activo contable para la entidad promotora y se deduzca íntegramente de su capital propio).

Adicionalmente, requerir un compromiso explícito podría **aumentar la interconexión** en el sistema financiero (especialmente con el sistema bancario), particularmente si promotores con mayor importancia sistémica tienen más capacidad para financiar el capital. Por otra parte, el argumento que podría contraponerse sería que, más que incrementar la interconexión, las exigencias de capital solo darían transparencia a las conexiones que ya existen como resultado de las relaciones de apoyo implícitas. Esto ayudaría a los inversores en entidades de crédito y FMM a entender mejor los riesgos que soportan. No obstante, el sector de los FMM con CNAV domiciliados en Europa presenta ya una **concentración** significativa (véase la sección III.4). La aplicación de exigencias de capital a fondos con CNAV o a sus promotores podría llevar a una consolidación del sector, que se traduciría en una mayor concentración del riesgo.

Puesto que es probable que los inversores contribuyan a las reservas/exigencias de capital, al menos indirectamente mediante el incremento de costes/comisiones, una consecuencia también podría ser el **descenso de la demanda por parte de los inversores**. Con respecto al posible impacto sobre la financiación bancaria, cabe recordar que los FMM con CNAV europeos aportan financiación a IFM europeos por un valor aproximado de 146 000 millones EUR.

Aunque por razones de estabilidad y transparencia se prefieren los compromisos explícitos a los implícitos, parece que la primera solución óptima es la conversión de los fondos con CNAV a fondos con VNAV, en lugar de la exigencia de requisitos de capital explícitos. Las reservas de capital no son compatibles con la característica fundamental de los fondos de inversión, en los que los inversores soportan el riesgo de inversión; asimismo, **podrían desdibujar en mayor medida la distinción con las entidades de crédito**.

IV.3 Recomendación B – Exigencias de liquidez

Se recomienda a la Comisión que vele por que la legislación de la Unión aplicable:

- 1) **complemente las actuales exigencias de liquidez para los FMM estableciendo cantidades mínimas explícitas de activos con liquidez diaria y semanal que los FMM deben mantener;**
- 2) **refuerce la responsabilidad de los gestores de fondos en lo que se refiere a la vigilancia del riesgo de liquidez;**
- 3) **garantice que las autoridades nacionales de supervisión y los gestores de los fondos cuenten con herramientas efectivas, por ejemplo, la suspensión temporal de los reembolsos, para hacer frente a restricciones de liquidez en momentos de tensión causados por circunstancias tanto particulares de un fondo como generales del mercado.**

IV.3.1 Razonamiento económico

a) Mejorar la solidez de los FMM

La recomendación B refleja las recomendaciones de la IOSCO relativas a la gestión de liquidez. En concreto, de acuerdo con la recomendación 7, los FMM deberían tener una cantidad mínima de activos líquidos para aumentar su capacidad de hacer frente a los reembolsos y prevenir ventas de activos por urgencia (*fire sales*).

En el contexto de la UE, como se ha explicado anteriormente (sección I.2), el marco jurídico europeo para la gestión del riesgo de liquidez es ya sólido. Entre otras disposiciones, de acuerdo con el principio general definido en el artículo 1 de la Directiva OICVM, los OICVM reembolsarán participaciones a petición de los partícipes. En el caso de los FMM, según las directrices del CERS/ESMA, los FMM deben ofrecer liquidez diaria a los inversores y gestionar su liquidez conforme a este principio. Las directrices del CERS/ESMA para los FMM también definen límites en términos de vida media ponderada (WAL) y vencimiento medio ponderado (WAM), que restringen la gestión de liquidez y obligan a los gestores a mantener activos líquidos.

No obstante, en contraste con las regulaciones existentes, sobre todo en Estados Unidos, la regulación de la UE no define ratios mínimas explícitas de activos líquidos que los FMM deban mantener. A este respecto, debe notarse que el Parlamento Europeo (2012) invitó a la Comisión a considerar la idea de introducir exigencias de liquidez específicas para los FMM estableciendo requerimientos mínimos de liquidez a un día, semanal y mensual ⁽¹⁾.

Los activos líquidos ayudan a los FMM a pagar a los reembolsos e impiden ventas por urgencia con pérdidas, lo que también previene efectos de contagio a otros fondos que mantienen valores similares. En consecuencia, se recomienda introducir en el marco regulador de la UE cantidades mínimas de activos con liquidez diaria y semanal. Las ventajas principales de esta medida son las siguientes:

- a) Reflejará la importancia de los activos líquidos para que los FMM puedan **satisfacer solicitudes de reembolso potencialmente altas** de los inversores y soportar períodos de volatilidad del mercado. La experiencia del verano de 2011 en el que los FMM de EE.UU. tuvieron capacidad para afrontar reembolsos significativos ilustra estas ventajas. ⁽²⁾
- b) Proporcionará una **base armonizada para las prácticas de liquidez** de los FMM en Europa y contribuirá a la confianza de los inversores: el Código de Prácticas de la IMMFA, así como las metodologías de las agencias de calificación crediticia, definen actualmente distintos umbrales y requerimientos referidos a la gestión de liquidez (véase el **recuadro 1** más adelante); en contraste, como se ha mencionado anteriormente, la regulación de EE.UU. define umbrales específicos de activos con liquidez diaria y semanal.
- c) Garantizará que los FMM **mantengan un enfoque prudente para la gestión de liquidez a lo largo del tiempo**. La liquidez de los FMM se ha incrementado a raíz de la crisis financiera de 2008 y se ha observado una creciente aversión al riesgo en el contexto de la crisis de deuda soberana de la UE así como una elevada volatilidad del mercado. Cuando las condiciones del mercado se establezcan, existe el riesgo de que los FMM reduzcan otra vez la cantidad de activos líquidos que mantienen en sus carteras y busquen instrumentos con mayor rentabilidad y duración, lo que posiblemente debilitaría su posición de liquidez.
- d) La introducción de ratios explícitas debe considerarse como parte de una gestión prudente del riesgo de liquidez (definida, por ejemplo, en el artículo 51 de la Directiva OICVM) y la sociedad gestora mantendría la plena responsabilidad de la gestión de su liquidez.

Recuadro 1

Diversos enfoques sobre reservas de liquidez

IMMFA: Los fondos IMMFA deben mantener no menos del 10 % de sus activos netos en inversiones con vencimiento el siguiente día hábil y no menos del 20 % de sus activos netos en inversiones con vencimiento en el plazo de cinco días hábiles. Con este fin, los miembros pueden determinar el tratamiento de cualquier deuda soberana teniendo en cuenta la liquidez de cada inversión en lugar de su vencimiento final.

Fitch: La liquidez diaria se define como el efectivo mantenido con un custodio con una calificación mínima de «A» y/o «F1» o equivalente; los repos a un día; las participaciones en FMM con una calificación de «AAAmf» de Fitch o equivalente; los valores que vencerán o que están sujetos a una petición de un suministrador con una calificación crediticia apropiada que sea ejercitable por el titular y pagadera en el plazo de un día hábil; y las obligaciones directas emitidas por emisores soberanos con alta calificación que tengan una alta liquidez en el mercado, siempre que dichas obligaciones se emitan en la moneda base de la cartera con vidas residuales de hasta 397 días. La liquidez semanal se define como todo lo anterior más los valores que vencerán o que están sujetos a una petición de un suministrador con una calificación crediticia apropiada que sea ejercitable por el titular y pagadera al fondo en el plazo de cinco días hábiles y los valores emitidos por agencias supranacionales o gubernamentales con alta calificación que tengan una elevada liquidez en el mercado y vidas residuales de hasta 95 días.

Moody's: La evaluación de liquidez de Moody's incorpora la estructura de vencimientos y la calidad de los activos, así como la exposición al riesgo de reembolsos importantes e inesperados. Moody's evalúa el grado en que un fondo ha invertido en activos líquidos, principalmente valores de deuda pública con calificación Aaa- y sus vencimientos, así como en otros valores líquidos como valores con un vencimiento inferior a siete días.

SEC: Los FMM de EE.UU. han de mantener al menos el 10 % de sus activos en efectivo a un día y el 30 % en activos con vencimiento hasta una semana. Los activos con liquidez diaria se definen como efectivo, valores del Tesoro estadounidense y valores convertibles en efectivo en un día hábil. Los activos con liquidez semanal son el efectivo,

⁽¹⁾ El Parlamento Europeo (2012) también invitó a la Comisión a imponer el cobro de comisiones de liquidez ante un evento desencadenante, lo que también genera una obligación de información directa al supervisor competente y a la ESMA.

⁽²⁾ Según el FSO (2012), en el período de ocho semanas que terminó el 3 de agosto de 2011, los FMM institucionales tipo *prime* experimentaron flujos de salida netos de 179 000 millones USD (16 % de los activos).

los valores del Tesoro estadounidense, los pagarés de descuento con vida residual de hasta sesenta días emitidos por agencias y los valores convertibles en efectivo (ya sea por vencimiento u opción de venta) en el plazo de cinco días hábiles.

Nota: Solo extractos. Para más detalles consúltense las regulaciones y metodologías aplicables.

Para definir el tamaño y la composición de las reservas de activos líquidos, deben tenerse en cuenta los siguientes aspectos.

- a) Existe una **relación de correspondencia** entre el tamaño de las reservas que vayan a imponerse y el tipo de activos que vayan a considerarse admisibles, como muestran las distintas metodologías que se aplican actualmente en Europa y las diferentes cifras facilitadas por los FMM en relación con sus tenencias de activos líquidos. De hecho, cuanto mayores sean las exigencias de reservas, más difícil resultará cumplir el requerimiento con activos de alta calidad.
- b) Deben definirse los **activos con liquidez tanto diaria como semanal**. Los activos con liquidez diaria son importantes puesto que las solicitudes de reembolso podrían presentarse muy rápidamente ⁽¹⁾. Los activos con liquidez semanal aumentan también la fortaleza del fondo y su capacidad para gestionar grandes reembolsos, a la vez que amplían el ámbito de los activos admisibles.
- c) Con el fin de reducir la dependencia del fondo respecto de la liquidez del mercado secundario, la definición de activos líquidos (aparte del efectivo) debe considerar en primer lugar la **vida residual**. En consecuencia, los instrumentos definidos como activos con liquidez diaria y semanal deben tener una vida residual de hasta uno y cinco días hábiles respectivamente. La ventaja de este enfoque basado en la vida residual es que evita los supuestos sobre la liquidez de mercado de ciertos instrumentos, puesto que los activos líquidos pueden convertirse en activos ilíquidos en caso de tensiones en los mercados. Esta definición difiere de la estadounidense, que incluye los valores del Tesoro y emitidos por agencias, como reflejo de las particularidades del mercado de EE.UU. y del tamaño del mercado de deuda pública de ese país.
- d) A la hora de definir las reservas deben considerarse los riesgos asociados a los **posibles vencimientos opcionales de los activos**. Estas opciones pueden basarse en diferentes parámetros, incluidas las técnicas con exposición al riesgo de contraparte como la opción de reventa (por ejemplo, bonos con opción de reventa), la posibilidad de cancelación (por ejemplo, opciones cancelables) o la opción de recompra (por ejemplo, repos con opción de recompra). Estas características pueden crear efectos de contagio y debilitar la posición general de liquidez de los fondos, particularmente en caso de tensiones en los mercados.
- e) **Otros efectos de interconexión**, sobre todo con el sector bancario, que podrían incidir en la disponibilidad de los activos admisibles para ser incluidos en las reservas de liquidez, también deberían tenerse en cuenta.

b) Refuerzo de la gestión del riesgo de liquidez

Los umbrales que vayan a definirse deberían considerarse como mínimos. En consecuencia, los gestores deberían ajustar sus tenencias de activos líquidos en función de su perfil y su base de inversores (tipos de inversores, patrones de reembolso, concentración de la base de inversores, etc.) así como de las condiciones de mercado.

Como parte de un enfoque sólido basado en las mejores prácticas de gestión de liquidez, los gestores deben realizar pruebas de resistencia periódicas, basadas en múltiples escenarios adversos (tanto específicos del fondo como del conjunto del mercado) que afecten a su perfil de liquidez, lo que es acorde con la recomendación 8 de la IOSCO. Los FMM también deberían contar con planes de contingencia para hacer frente a dichos períodos de tensión.

Como se indica en la recomendación 6 de la IOSCO, un aspecto importante que debe tenerse en cuenta está relacionado con los inversores del fondo. Esta cuestión es especialmente relevante en el contexto de la UE, donde los inversores institucionales, que tendrían en general una probabilidad más alta de fuga, representan la mayoría de la base de inversores. Como se detalla más arriba (véase la sección III.3), la encuesta de la JERS muestra que existe una relativa incertidumbre en relación con la base de inversores. La evidencia anecdótica parece apuntar también a un creciente papel de las plataformas en Europa, lo que hace más difícil que los gestores «conozcan a sus inversores». Las implicaciones de esta tendencia deben ser evaluadas. Asimismo, podría requerirse a los FMM obtener información sobre sus beneficiarios, conforme a lo previsto en las recomendaciones propuestas por el FSOC en relación con los FMM en EE.UU. ⁽²⁾.

⁽¹⁾ En el caso del Reserve Primary Fund, los inversores solicitaron reembolsos por valor de 40 000 millones USD en dos días y un total del 15 % de los activos de los FMM *prime* se retiró en una semana.

⁽²⁾ Las recomendaciones propuestas, publicadas en noviembre de 2012, consideran la aplicación de requerimientos adicionales de «conocimiento de los inversores».

c) Gestión de liquidez en momentos de tensión

Incluso si los gestores del fondo realizan una gestión prudente del riesgo de liquidez, podrían darse casos en los que los FMM tengan que hacer frente a situaciones de tensión extrema en los mercados y/o a solicitudes de reembolsos cuantiosos como consecuencia de factores relacionados específicamente con el fondo o con el conjunto del mercado. En consecuencia, de acuerdo con la recomendación 9 de la IOSCO «los FMM deben contar con herramientas para hacer frente a condiciones excepcionales de los mercados y a solicitudes de reembolso de gran tamaño». Dichas herramientas pueden rebajar las presiones relacionadas con los reembolsos y con ello prevenir una fuga u otro comportamiento gregario de los inversores en un fondo concreto o en grupos de fondos. La IOSCO también indica que «para evitar efectos de contagio, las jurisdicciones podrían considerar además la posibilidad de otorgar a los reguladores la facultad de imponer el uso de tales herramientas en situaciones excepcionales de uno o varios FMM que pudieran tener repercusiones para el conjunto del sistema financiero».

En el marco regulador de la UE, tanto la Directiva OICVM como la Directiva GFIA contienen disposiciones relativas a la suspensión temporal.

- El artículo 45, apartado 2, de la **Directiva OICVM** dispone que los Estados miembros podrán permitir a las autoridades competentes que exijan o permitan la suspensión temporal de la suscripción, la recompra o el reembolso de participaciones, siempre que tal suspensión esté justificada en aras de la protección de los partícipes o del público. De acuerdo con el artículo 84, apartado 2, un fondo podrá suspender temporalmente la recompra o el reembolso de sus participaciones en casos excepcionales cuando las circunstancias lo exijan y si la suspensión está justificada en consideración a los intereses de los partícipes.
- El artículo 46, apartado 2, de la **Directiva GFIA** dispone que las autoridades competentes podrán «exigir, en interés de los partícipes o en el interés del público, la suspensión de la emisión, la recompra o el reembolso de las participaciones». Sin embargo, no existe una disposición específica para el fondo. El artículo 23, apartado 1, letra h), requiere, además, una descripción de la gestión del riesgo de liquidez del FIA, incluidos los derechos de reembolso en circunstancias normales y excepcionales.

Este marco difiere de la regulación existente en EE.UU., donde el fondo debe ser liquidado después de la suspensión ⁽¹⁾. Una suspensión temporal es probablemente la respuesta más adecuada en circunstancias excepcionales en las que los fondos deban afrontar presiones de reembolsos significativas. Por tanto, el marco de la UE debe ser modificado para ampliar la posibilidad de suspender temporalmente las solicitudes de reembolso tanto si se trata de fondos OICVM como si no, conforme a lo dispuesto actualmente la Directiva OICVM ⁽²⁾. Tal como permite la legislación de la UE tanto para los fondos OICVM como para los que no lo son, las autoridades competentes podrán también solicitar la suspensión temporal de los reembolsos en interés de los partícipes o del público, lo que resulta acorde con las recomendaciones de la IOSCO.

Además de las suspensiones temporales, podría considerarse la posibilidad de introducir herramientas adicionales de gestión extraordinaria de liquidez para los FMM. Deben definirse claramente las condiciones y circunstancias en las que dichas herramientas podrían utilizarse, y deben también evaluarse sus beneficios para la estabilidad financiera. En particular, como prevén las recomendaciones de la IOSCO, las ventajas de establecer cantidades agregadas de reembolso (*gates*) (mediante las cuales los fondos restringen a una proporción específica los importes reembolsables en una determinada jornada) pueden evaluarse más detenidamente.

Conforme a las recomendaciones de la IOSCO, las comunicaciones a los inversores deberían incluir la información necesaria sobre la prácticas del fondo en relación con los procedimientos aplicables en situaciones de tensión. En particular, los fondos deben garantizar que sus inversores conozcan las circunstancias en las que estos procedimientos (suspensiones u otros) podrían aplicarse. Sin embargo, para evitar la ventaja del que solicita el reembolso antes que los demás y la posibilidad de fugas por motivos de precaución, la información no debería contener los detalles de la aplicación ni las condiciones. El párrafo 3 de la recomendación C, que se analiza a continuación, trata sobre la comunicación al público de los procedimientos aplicables en situaciones de tensión.

IV.3.2 Evaluación

Respecto al establecimiento de exigencias específicas en términos de activos líquidos, la consulta de la IOSCO realizada en primavera de 2012 mostró un apoyo generalizado de los encuestados a la introducción de reservas de liquidez para los FMM. En particular, los encuestados resaltaron los beneficios de las nuevas disposiciones de la regla 2a-7 introducida en EE.UU. para incrementar la solidez de los fondos. En el contexto de la UE, los encuestados de la UE señalaron la ausencia de un marco armonizado para la gestión de la liquidez en Europa, en contraste con EE.UU., y en general manifestaron su apoyo a una iniciativa de los reguladores.

A fin de evaluar las posibles consecuencias de la introducción de nuevas exigencias cuantitativas para la gestión de liquidez, debe considerarse la actual composición de las carteras de los fondos, ya que las reservas podrían aumentar la preferencia por la financiación a plazo más corto y requerir que los gestores modifiquen su asignación de activos. La encuesta de la JERS muestra que los FMM de la UE mantienen ya una parte significativa de sus carteras en activos con vencimiento a un día y a una semana, como se detalla en el cuadro 6 de la sección III.2 y en el gráfico 6. La proporción

⁽¹⁾ De conformidad con el nuevo artículo 22e-3 de la SEC adoptado en 2010, el consejo de administración de un FMM, tras notificarlo a la SEC, podrá suspender los reembolsos y liquidar el fondo si su valor liquidativo ha caído o está en peligro de caer por debajo de la unidad (*break the buck*).

⁽²⁾ Véase Comisión Europea (2012), sección 5, que trata sobre herramientas de gestión de liquidez en circunstancias excepcionales.

de estos activos líquidos es mayor en los fondos con CNAV (el 26 % y el 11 % de sus activos en junio de 2012 respectivamente), que también mantienen un porcentaje relativamente alto de sus activos en efectivo (casi el 7 % en junio de 2012). Otros FMM de la UE que no aplican el modelo con CNAV también mantienen una proporción relativamente elevada de activos con liquidez diaria y semanal (aproximadamente el 17 % y el 5 % en los fondos con VNAV a corto plazo y el 12 % y el 3 % en los demás fondos con VNAV).

Existen algunas limitaciones en relación con los datos de la JERS puesto que la encuesta no cubre todos los FMM y las cifras que se ofrecen son cifras agregadas de distintos fondos, con posibles diferencias entre ellos. Además, la encuesta refleja la situación de un momento en que la aversión al riesgo era elevada. Sin embargo, los resultados de la encuesta son acordes con otras observaciones de supervisores y agencias de calificación crediticia, así como de gestores de activos, en relación con su gestión de liquidez.

IV.4 Recomendación C – Comunicación al público

Se recomienda a la Comisión que vele por que la legislación de la Unión aplicable:

- 1) *exija a los FMM una comunicación específica, también en su material promocional, que señale a la atención de los inversores la ausencia de garantía del capital y la posibilidad de pérdida del principal de la inversión;*
- 2) *exija a los FMM que en la información que comunican al público incluyan una referencia al posible apoyo, capacidad de apoyo o protección del promotor solo si dicho apoyo o protección es un compromiso firme prestado por el promotor, en cuyo caso deberá estar reflejado en las cuentas y los requerimientos prudenciales del promotor;*
- 3) *exija a los FMM que comuniquen sus prácticas de valoración, particularmente en lo que se refiere al uso de la contabilidad de coste amortizado, y que ofrezcan información adecuada a los inversores en lo que respecta a los procedimientos de reembolso aplicables en momentos de tensión.*

IV.4.1 Razonamiento económico

Por lo general, los FMM se perciben como instrumentos de inversión «seguros» con un nivel de riesgo muy bajo. Dicha percepción podría contribuir al riesgo de fugas de inversores si el fondo no satisface esas expectativas. La comunicación adicional está dirigida a asegurar que los inversores entiendan claramente que los FMM son productos de inversión, con el fin de reducir dicho riesgo. Esta exigencia de comunicación es plenamente acorde con las recomendaciones 13 y 14 de la IOSCO, aunque es algo más restrictiva puesto que requiere que toda referencia pública al apoyo del promotor, o la capacidad de dicho apoyo, conlleve un compromiso firme por parte de este.

Como se señala en la sección II.2, la expectativa de un apoyo implícito y discrecional del promotor contribuye a la inestabilidad del sistema. Las carteras y la política de reembolsos del fondo deben, por tanto, estructurarse de forma que no se presuponga el apoyo del promotor. De otra manera, la intención de contar con su apoyo debe ser explícita, plenamente internalizada por el facilitador del apoyo y ajustarse a las exigencias regulatorias de capital, como se menciona en el análisis de la recomendación A.

La documentación sobre el producto debe explicar a los inversores los procedimientos aplicables para la valoración de los instrumentos, e incluir información sobre el uso de la contabilidad de coste amortizado, los supuestos en que se basa ese método de valoración y los riesgos asociados. Asimismo, los inversores deben conocer los procedimientos que podrían aplicarse en caso de tensiones significativas en los mercados o de fuertes presiones de reembolsos, y que podrían influir en las posibilidades de reembolso de los inversores (véase también el párrafo 3 de la recomendación B). Esta información sobre las características del producto debe permitir a los inversores adoptar decisiones de inversión bien informadas y reducir la selección adversa.

IV.4.2 Evaluación

Una información adecuada sobre las características de los FMM debería reducir los riesgos de selección adversa y fuga de inversores y, por tanto, el riesgo sistémico. Desde una perspectiva de protección del inversor, esto también es esencial para la adopción de decisiones bien informadas. En términos agregados, los FMM europeos se dirigen sobre todo a inversores institucionales. Este tipo de inversores ya conoce con casi toda probabilidad los riesgos relacionados con los FMM. Este conocimiento es probablemente muy inferior entre los inversores minoristas, que conforman la principal base de inversores en algunos Estados miembros y que, por tanto, deberían ser los principales beneficiados de una mejora en la información. Una información adecuada ayudaría particularmente a los inversores minoristas a entender que los FMM no están exentos de riesgo. Como resultado de una mejor información, algunos inversores podrían preferir un instrumento alternativo de gestión de efectivo en lugar de un FMM. En el caso de los inversores minoristas, la alternativa más probable sería un depósito bancario tradicional en lugar de una inversión en otra entidad bancaria en la sombra. Por último, la exigencia de incluir en la comunicación al público una referencia al apoyo del promotor solo si conlleva un compromiso firme por parte de este mejorará la transparencia sobre la interconexión del sistema financiero y reducirá el riesgo sistémico relacionado con la dependencia de un apoyo implícito y discrecional del promotor.

Algunos elementos de la comunicación exigidos de acuerdo con esta recomendación están ya contemplados en la legislación de la UE (por ejemplo, la Directiva OICVM y las directrices del CERS/ESMA de 2010), si bien es posible que algunos aspectos de la comunicación o de la documentación tengan que ser revisados, lo que se traduciría en costes de cumplimiento adicionales para los FMM. No se esperan costes significativos para las autoridades nacionales de supervisión.

IV.5 Recomendación D – Comunicación e intercambio de información

1. *Se recomienda a la Comisión que vele por que la legislación de la Unión aplicable:*
 - a) *exija que cualquier apoyo del promotor que pudiera tener un impacto en el precio del FMM sea comunicado por el FMM o su gestor, y por el promotor, a la autoridad nacional de supervisión competente, junto con una descripción detallada de la naturaleza y del tamaño de dicho apoyo;*
 - b) *mejore la comunicación periódica de los FMM;*
 - c) *garantice que las autoridades nacionales de supervisión competentes, cuando resulte oportuno, compartan la información a que se refieren las letras a) y b) con otras autoridades nacionales de supervisión del mismo Estado miembro o de otros Estados miembros, las Autoridades Europeas de Supervisión, el SEBC y la JERS.*
2. *Se recomienda a la Comisión que promueva la creación de un sistema de comunicación armonizado y de un conjunto de datos armonizado como se menciona en el párrafo 1, letra b), y la organización del intercambio de información mencionado en el párrafo 1, letra c).*

IV.5.1 Razonamiento económico

Aunque los FMM con VNAV no están obligados a mantener el valor a la par y la presión por el apoyo del promotor no es igual que en el caso de los FMM con CNAV, presumiblemente también se han enfrentado a restricciones de liquidez y a situaciones de falta de liquidez en el mercado durante la crisis; como resultado, pueden también haber recurrido al apoyo de sus gestores o de sus empresas matrices. No obstante, actualmente no se dispone en Europa de información concreta de dichos casos de apoyo, ni para FMM con CNAV ni para FMM con VNAV, debido especialmente a que puede adoptar muchas formas y, por tanto, no necesariamente aparece de forma clara en el balance ni en la cuenta de resultados de la parte que lo haya prestado. La encuesta de la JERS incluía una pregunta sobre el apoyo del promotor, pero los fondos solo ofrecieron indicaciones generales tales como «en negociación» o «no determinado». En conjunto, la exigencia de emplear el modelo de VNAV, junto con la de no depender del apoyo implícito no excluye el recurso a dicho apoyo en situaciones extremas del mercado que pudieran presentarse en el futuro.

Para que las autoridades puedan vigilar los riesgos relacionados con dicho apoyo, los FMM o sus gestores deben comunicar a la autoridad nacional competente cualquier caso de apoyo directo o indirecto del promotor que se produzca en el futuro, independientemente de cuál sea su tipo (incluidas las compras de activos de cartera problemáticos). Puesto que dicho apoyo podría aumentar la interconexión en el sistema financiero y, por tanto, contribuir a riesgos sistémicos, la información también debería compartirse con otras autoridades competentes (nacionales, extranjeras o europeas).

A partir de la experiencia con las estadísticas disponibles sobre FMM y de los datos recopilados al efecto, queda claro que los datos obtenidos periódicamente sobre el sector de FMM europeo podrían mejorarse. Los FMM son un vehículo muy importante para el buen funcionamiento de los mercados monetarios en Europa. Por tanto, las autoridades de regulación nacionales y europeas deberían tener acceso a información detallada sobre estos fondos para identificar tendencias en una fase temprana. En los casos en que los bancos centrales nacionales recopilan ya datos sobre FMM, debe considerarse el intercambio de esa información con las autoridades nacionales de supervisión para fines prudenciales.

La comunicación periódica de información debería incluir al menos una desagregación suficientemente detallada de los activos y pasivos de los FMM para que las autoridades puedan vigilar la posición de liquidez del fondo y la naturaleza y calidad de sus activos subyacentes. Asimismo, en caso de que se siga empleando la contabilidad de coste amortizado, los reguladores deben tener acceso a información periódica sobre la medida en que se utiliza esta práctica de valoración y en qué casos. Si se sigue empleando el modelo con CNAV, la información periódica debe incluir también datos detallados sobre los fondos que utilizan ese modelo, además de información sobre su precio en la sombra.

Disponer de información más detallada permitiría a las autoridades entender mejor la evolución del sector de los FMM y detectar fuentes de riesgo. Desde un punto de vista macroprudencial, debería disponerse de esta información más detallada tanto a nivel del sector de los FMM como de cada uno de ellos.

IV.5.2 Evaluación

Es preciso vigilar atentamente la composición de los activos y de los inversores de los FMM, su posición de liquidez, sus prácticas de valoración y cualquier dependencia del apoyo del promotor para poder detectar la acumulación de riesgos y las vinculaciones de los FMM con otras partes del sistema financiero. Se trata, por tanto, de un requisito indispensable para la adopción de medidas preventivas destinadas a hacer frente a posibles riesgos sistémicos. La exigencia de comunicar periódicamente información sobre los precios en la sombra hará que los gestores de FMM sean más conscientes de que las autoridades nacionales de supervisión están vigilando esta cuestión; se espera que ello tenga un efecto de disciplina en lo referente a las posibles desviaciones del precio en la sombra respecto del valor liquidativo y a la dependencia del apoyo del promotor.

Las desventajas relacionadas con la mejora de la información son los costes derivados de los procesos que han de aplicarse en las sociedades gestoras y las autoridades prudenciales. Por tanto, cualquier iniciativa encaminada a mejorar la información que los FMM comunican debe tener en cuenta las obligaciones de información a las que los FMM están sujetos actualmente y reconocer debidamente el principio de proporcionalidad, lo que reducirá los costes asociados. En

particular, la recopilación de datos del BCE referidos al balance de las IFM (de las que los FMM forman parte) incluye ya información detallada sobre los activos y pasivos de los FMM (véase el Reglamento BCE/2008/32). Sin embargo, puesto que esta información ha sido concebida para fines de política monetaria, podría no cubrir todas las necesidades de datos requeridos a los efectos de la estabilidad financiera.

IV.6 Seguimiento

IV.6.1 Calendario

Se pide a la Comisión que comunique a la JERS y al Consejo de la Unión Europea las medidas adoptadas en respuesta a estas recomendaciones o justifique adecuadamente su inacción no más tarde de las fechas señaladas a continuación:

- **30 de junio de 2013:** la Comisión presentará a la JERS un informe provisional con una primera evaluación de los resultados de la primera fase de aplicación de estas recomendaciones.
- **30 de junio de 2014:** la Comisión presentará a la JERS y al Consejo un informe final sobre la segunda fase de aplicación de estas recomendaciones.

IV.6.2 Criterios de conformidad

Respecto de las **recomendaciones A a D**, se establecen los siguientes criterios:

- Las recomendaciones tienen también la finalidad de lograr una aplicación apropiada y consistente en Europa de las recomendaciones de la IOSCO sobre los FMM.
- La Comisión podrá consultar a las Autoridades Europeas de Supervisión —especialmente la ESMA— en relación con la aplicación de las recomendaciones de la JERS y, a fin de garantizar una aplicación armonizada de las mismas, podrá pedirles que elaboren los estándares técnicos, las directrices y las recomendaciones necesarios (incluidas las plantillas para la comunicación de información, teniendo debidamente en cuenta los requerimientos de información y comunicación existentes).
- Las recomendaciones de la JERS están dirigidas a instituciones de inversión colectiva (IIC) radicadas en la UE que se ofrecen/venden a los inversores como instrumentos que intentan mantener el principal, ofrecer liquidez diaria y objetivos de rendimientos acordes con los tipos del mercado monetario. Se dirigen especialmente a fondos considerados o vendidos como FMM o vendidos como productos con las mismas características que un FMM (es decir, que buscan el mantenimiento del valor del capital, reembolsos diarios y tipos del mercado monetario) o fondos vendidos de forma que creen esa impresión (por ejemplo, como fondos de efectivo, fondos líquidos o con liquidez, o fondos con vencimiento a corto plazo).

Respecto de la **recomendación A**, se establecen los siguientes criterios:

- Debe exigirse a los FMM que utilicen exclusivamente el modelo con VNAV. En particular, debe prohibirse el redondeo del precio de las participaciones hasta la unidad más próxima. Es preciso establecer medidas transitorias para la conversión obligatoria al modelo con VNAV. Por tanto, se recomienda un período de transición suficientemente amplio para los FMM existentes, durante el cual el modelo con CNAV pueda mantenerse a fin de permitir los ajustes necesarios. El período de transición para los fondos con CNAV podría ser de dos años como mínimo tras la publicación final de las normas aplicables. Asimismo, la conversión al modelo con VNAV debe anunciarse adecuadamente, con bastante antelación a su realización efectiva, comunicando los efectos de la modificación.
- La recomendación A no implica una prohibición total de la contabilidad de coste amortizado. No obstante, la contabilidad de coste amortizado debe autorizarse solo si se estima que permite una aproximación apropiada al precio del instrumento;
- En caso de que se mantenga el uso de la contabilidad de coste amortizado, deben aplicarse restricciones en relación con la vida residual del instrumento de que se trate, a fin de reducir el riesgo de discrepancia entre su precio y su coste amortizado; para la fijación de tales restricciones, debe considerarse cuidadosamente el perfil de vencimientos de los activos de los FMM domiciliados en la UE.

Respecto de la **recomendación B** se establecen los siguientes criterios:

- Para definir el tamaño y la composición de las reservas mínimas de activos líquidos, deben tenerse en cuenta los siguientes elementos:
 - a) la relación de correspondencia entre el tamaño de las reservas que vayan a imponerse y el tipo de activos que vayan a considerarse admisibles;
 - b) deben definirse cantidades mínimas de activos con liquidez diaria y semanal.
 - c) para reducir la dependencia de los FMM de la liquidez del mercado secundario, la definición de activos líquidos (aparte del efectivo) debe considerar en primer lugar la vida residual. En consecuencia, los instrumentos definidos como activos con liquidez diaria y semanal deben tener una vida residual, respectivamente, de hasta uno y cinco días hábiles;

- d) a la hora de definir las reservas, deben considerarse los riesgos asociados a los posibles vencimientos opcionales de los activos. Estas opciones pueden basarse en distintos parámetros, incluidas las técnicas con exposición al riesgo de contraparte como la opción de reventa (por ejemplo, bonos con opción de reventa), la posibilidad de cancelación (por ejemplo, opciones cancelables) y la opción de recompra (por ejemplo, repos con opción de recompra);
 - e) otros efectos de interconexión, sobre todo con el sector bancario, que podrían incidir en la disponibilidad de los activos admisibles como reservas de liquidez.
- Debe exigirse a los FMM que ajusten sus tenencias de reservas mínimas de activos líquidos en función de su perfil de riesgo y de su base de inversores.
 - Deben realizar pruebas de resistencia periódicas basadas en múltiples escenarios adversos, tanto específicos del fondo como del conjunto del mercado, que afecten a su perfil de liquidez.
 - Los FMM deben contar con planes de contingencia para hacer frente a dichos períodos de tensión.
 - Asimismo, deben contar con las herramientas necesarias para hacer frente a solicitudes de reembolso excepcionales por parte de los inversores.

Respecto de la **recomendación C**, se establecen los siguientes criterios:

- El material promocional de los FMM debe señalar a la atención de los inversores la ausencia, o limitación, de garantía del capital y la posibilidad de pérdida del principal de la inversión.
- La información debe explicar también a los inversores los procedimientos aplicables para la valoración de los instrumentos, incluyendo información sobre el uso de la contabilidad de coste amortizado, los supuestos en los que se basa este método de valoración y los riesgos conexos.
- Las referencias contenidas en la información de los FMM sobre el posible apoyo, capacidad de apoyo o protección del promotor solo se permitirán si dicho apoyo o protección conlleva un compromiso firme del promotor, en cuyo caso deberá estar reflejado en las cuentas y los requerimientos prudenciales de dicho promotor.
- Asimismo, los inversores deben conocer los procedimientos que podrían aplicarse en caso de tensiones significativas en los mercados o de fuertes presiones de reembolsos y que podrían influir en sus posibilidades de reembolso.

Respecto de la **recomendación D**, se establecen los siguientes criterios:

- Cualquier apoyo del promotor prestado a un FMM que pudiera tener un impacto en su precio debería ser comunicado por el FMM (o su gestor) y por el promotor a la autoridad nacional competente, junto con una descripción de la naturaleza y del tamaño de dicho apoyo.
- La información periódica que los FMM comunican a las autoridades de supervisión o a los bancos centrales debe incluir al menos una desagregación suficientemente detallada de los activos y pasivos del FMM para que las autoridades puedan vigilar la posición de liquidez del fondo y la naturaleza y calidad de sus activos subyacentes.
- En caso de que el FMM siga empleando el modelo con CNAV, la información periódica debe incluir también datos detallados al respecto, además de información sobre su precio en la sombra.
- En caso de que los FMM sigan empleando la contabilidad de coste amortizado, los reguladores deben tener acceso a información periódica sobre la medida en que se usa esta práctica de valoración y en qué casos.
- Deben adoptarse medidas para promover la creación de un sistema de comunicación armonizado y de un conjunto de datos sobre FMM armonizado, que puedan utilizarse también con fines macroprudenciales, en relación con los puntos mencionados anteriormente; estas medidas deben tener en cuenta las obligaciones de información a las que están sujetos actualmente los FMM, como la información sobre el balance de las instituciones financieras monetarias (BCE/2008/32).
- Debe garantizarse que no existan impedimentos al intercambio de la información mencionada entre las autoridades prudenciales y los bancos centrales, ya sea a nivel nacional, transfronterizo o europeo.

IV.6.3 Comunicación sobre el seguimiento

El **informe provisional que ha de remitirse no más tarde del 30 de junio de 2013** debe contener al menos:

- a) información sobre las iniciativas legislativas en curso o previstas por la Comisión en respuesta a las recomendaciones;
- b) información sobre las actuaciones que la Comisión haya emprendido ante las Autoridades Europeas de Supervisión en respuesta a las recomendaciones;
- c) un calendario orientativo para la entrada en vigor de las medidas que la Comisión haya propuesto o que tenga previsto proponer en respuesta a las recomendaciones;

- d) una evaluación del impacto acumulativo de las medidas que la Comisión haya propuesto en respuesta a estas recomendaciones;
- e) una justificación detallada de toda inacción o inaplicación de estas recomendaciones.

El **informe final que ha de remitirse no más tarde del 30 de junio de 2014** debe contener al menos:

- a) información sobre el estado del proceso legislativo posterior a las iniciativas legislativas comenzadas por la Comisión en respuesta a estas recomendaciones;
 - b) información sobre el estado de las medidas que la Comisión haya emprendido ante las Autoridades Europeas de Supervisión en respuesta a las recomendaciones;
 - c) un calendario orientativo para la entrada en vigor de las medidas que la Comisión haya propuesto en respuesta a estas recomendaciones;
 - d) una evaluación del impacto acumulativo de las medidas que la Comisión haya propuesto en respuesta a estas recomendaciones;
 - e) una justificación detallada de toda inacción o inaplicación de estas recomendaciones.
-

REFERENCIAS

- Ansidei, J., Bengtsson, E., Frison, D. y Ward, G. (2012), *Money market funds in Europe and financial stability*, ESRB Occasional Paper, nº 1, junio.
- Baba, N., McCauley, R.N. y Ramaswamy, S. (2009), *Fondos del mercado monetario en dólares de EEUU y bancos no estadounidenses*, Informe Trimestral del BPI, marzo, pp. 65-81.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2010), *Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios*, diciembre (rev. junio 2011).
- Brady, S. A. (2012), *The stability of prime money market mutual funds: sponsor support from 2007 to 2011*, Federal Reserve Bank of Boston, Working paper RPA 12-3, 13 de agosto.
- Committee of European Securities Regulators (2010), *CESR's guidelines on a common definition of European money market funds*, 19 de mayo.
- Committee of European Securities Regulators (2007), *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*, marzo.
- Duygan-Bump, B., Parkinson, P., Rosengren, E., Suárez, G. A. y Willen, P., *How effective were the Federal Reserve emergency liquidity facilities? Evidence from the asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility*, Journal of Finance, próxima publicación.
- Banco Central Europeo (2008), *Reglamento (CE) nº 25/2009 del Banco Central Europeo, de 19 de diciembre de 2008, relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias (Versión refundida) (BCE/2008/32) DO L 15 de 20.1.2009*, p. 14.
- Comisión Europea (2012), *Libro Verde: El sistema bancario en la sombra*, 19 de marzo.
- Comisión Europea (2012), *Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) – product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments*, documento consultivo, 26 de julio.
- Parlamento Europeo (2012), *Informe sobre el sistema bancario en la sombra*, Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, 25 de octubre.
- European Securities and Market Authority (2012), *Questions and answers – a common definition of European money market funds*, 20 de febrero.
- European Securities and Market Authority (2012), *Guidelines on ETFs and other UCIT issues – consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*, 25 de julio.
- Financial Stability Board (2012), *Strengthening oversight and regulation of shadow banking – an integrated overview of policy recommendations*, documento consultivo, 18 de noviembre.
- Financial Stability Board (2011), *Shadow banking: scoping the issues*, 12 de abril.
- Financial Stability Oversight Council (2012), *Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform*, noviembre.
- FitchRatings (2012), *European money market funds: trends in MMF portfolios*, noviembre.
- Gordon, J.N. y Gandia, C.M. (2012), *Money market funds run risk: will floating net asset value fix the problem?*, Columbia Law and Economics Working Paper, nº 426, 23 de septiembre.
- Gorton, G. y Metrick, A. (2010), *Regulating the shadow banking system*, Brookings Papers on Economic Activity, Fall.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *Code of practice*.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *A comparison of money market fund ratings*, 19 de junio.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Money market fund systemic risk analysis and reform options*, documento consultivo, 27 de abril.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Policy recommendations for money market funds*, 9 de octubre.
- Kacperczyk, M. y Schnabl, P. (2012), *How safe are money market funds?*, draft, abril de 2012.
- McCabe, P.E. (2010), *The cross section of money market fund risks and financial crises*, Working Paper 2010-51, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, septiembre.

McCabe, P.E., Cipriani, M., Holscher, M. y Martin, A. (2012), *The minimum balance at risk: a proposal to mitigate the systemic risks posed by money market funds*, Working Paper 2012-47, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, julio.

Moody's (2010), *Sponsor key to money market funds*, agosto.

President's Working Group on Financial Markets (2010), *Money market fund reform options*, octubre.

Rosengren, E.S. (2012), *Money market mutual funds and financial stability*, Remarks at the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2012 Financial Markets Conference, 11 de abril.

Scharfstein, D.S. (2012), *Perspectives on money market mutual fund reforms*, Testimony before U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, 21 de junio.

Scott, H.S. (2012), *Interconnectedness and contagion*, 20 de noviembre.

Securities and Exchange Commission (2010), *Money Market Fund Reform*, Investment Company Act Release No. IC-29132, 75 Fed. Reg. 10600, 10062, 4 de marzo.

Securities and Exchange Commission (1977), *Valuation of debt instruments by money market funds and certain other open-end investment companies*, Investment Company Act Release No. 9786, 42 Fed. Reg. 28999, 7 de junio.

Squam Lake Group (2011), *Reforming money market funds*, 14 de enero.
