



## **Consulta pública de IOSCO: Análisis de riesgo sistémico de los Fondos del Mercado Monetario y opciones de reforma. (Consultation report: Money Market Fund Systemic Risk Analysis and Reform Options.)**

**[Enlace al documento: Consultation report: Money Market Fund Systemic Risk Analysis and Reform Options.](#)**

### **1. A quien va dirigido:**

- Gestores de fondos y sus asociaciones.
- Autoridades monetarias.
- Participantes en los mercados en general.
- Inversores institucionales y minoristas.

### **2. Nota informativa**

El Comité Técnico de IOSCO ha publicado un documento a consulta en el que realiza un análisis preliminar de los posibles riesgos que los Fondos de Mercado Monetario (en adelante MMFs) pueden suponer para la estabilidad sistémica y plantea diferentes opciones de política legislativa frente a tales riesgos. El comportamiento de los MMFs durante la crisis financiera del 2008 dieron una pista sobre su potencial para extender o incluso amplificar una crisis y el FSB solicitó de IOSCO que desarrollase el presente trabajo.

En este informe, IOSCO analiza las rasgos de los MMFs que hacen de ellos vulnerables a los riesgos y explica algunas implicaciones para las opciones de política legislativa:

#### 1. Definición:

Los MMFs son fondos de inversión (un clase de IIC en las jurisdicciones del SC5) que tienen como objetivo preservar el capital (valor de la inversión) y facilitar la liquidez diaria a los inversores invirtiendo en una cartera diversificada de instrumentos a tipo fijo de alta calidad y baja duración. Esta definición pretende ser lo suficientemente amplia para incluir productos que pudieran ser comercializados con distinta denominación.

#### 2. Análisis de riesgo sistémico: Importancia sistémica de MMFs y exposiciones.

El riesgo característico de los MMFs es el de que, en el caso de que exista una percepción de que el fondo puede sufrir una pérdida, los inversores puedan tener un incentivo a solicitar el reembolso antes que el resto de partícipes (*susceptibility to runs*). Varias características de los MMFs contribuyen a este riesgo de fuga (*run risk*); por ejemplo el

hecho de que tengan un valor liquidativo constante y simultáneamente estén sujetos a un riesgo de crédito, de tipo de interés y de liquidez.

Otro riesgo característico es el de que, debido a la importancia que en la financiación a corto plazo para instituciones financieras, empresas y gobiernos tienen los MMFs, una crisis de confianza en los MMFs pueda crear potencialmente un efecto contagio al resto del sistema financiero. Los gestores pueden verse obligados a deshacer posiciones y a invertir su cartera en instrumentos a muy corto plazo para hacer frente a los reembolsos, lo que puede acarrear problemas de financiación a emisores solventes. La crisis financiera ha puesto de manifiesto la dependencia que los bancos tienen de la financiación a corto plazo proporcionada por los MMFs. Por otro lado, los bancos, junto con las compañías de seguros, pueden ser importantes inversores de los MMFs fomentando la vulnerabilidad del sistema financiero debido al mayor tamaño de los reembolsos potenciales de estos inversores.

Los MMFs han confiado históricamente en el apoyo discrecional del promotor (*sponsor*) del fondo para preservar la estabilidad del valor liquidativo del fondo. Durante la crisis financiera, los bancos matrices dieron apoyo a los MMFs por medio de la adquisición de activos con problemas, emitiendo garantías o aportando capital. La dependencia de los MMFs del *sponsor* crea riesgos debido a la significativa cantidad de fondos necesaria para garantizarlos y prevenir riesgos reputacionales, e implica potenciales efectos contagio (también en el sector bancario cuando el promotor es un banco). Finalmente, puesto que el apoyo al MMF es implícito, pero no existe una garantía explícita por parte del *sponsor*, pueden surgir dudas sobre la continuidad de este apoyo en momentos de crisis, lo que puede desencadenar solicitudes masivas de reembolsos de los inversores, suponiendo un importante factor de riesgo.

El riesgo de una disminución del volumen de la industria de MMFs tendría efectos tanto para los inversores institucionales (ya que los bancos han transferido todo o parte de sus operaciones de gestión de metálico y activos a corto plazo a los MMFs), como no institucionales (como vía de obtener mejores tipo de interés que en las cuentas bancarias).

### 3. Los MMFs como IICs específicas.

Los MMFs, al igual que los depósitos bancarios, ofrecen preservar el principal y liquidez inmediata y, en algunas jurisdicciones, incluso servicios de transacción de cuentas y también tienen un papel en el sistema de pagos. Asimismo, realizan funciones parecidas a los bancos en el mercado del crédito con algunas diferencias: los MMFs están sujetos a requisitos en cuanto a la duración de sus inversiones y la calidad del crédito, no utilizan apalancamiento, sus inversores son titulares de participaciones o accionistas y no acreedores y no tienen obligaciones fuera de balance.

Los MMFs pueden tener un valor liquidativo (NAV) constante (CNAV) o variable (VNAV). El valor de reembolso constante existe en USA, algunos países de la UE, Japón, China y Canadá, y asemeja los MMFs a los depósitos bancarios; en ocasiones los fondos CNAV ofrecen liquidez en T, es decir en el mismo día en el que se solicita el reembolso, mientras que generalmente los inversores de IIC deben esperar a T+1 para obtener el dinero

procedente de la liquidación de su reembolso. En los casos de solicitud masiva de reembolso, en los NAV constantes las pérdidas se concentran en los titulares de participaciones/accionistas que permanecen en el MMF, lo que exacerba la tendencia a ser los primeros en solicitar el reembolso. Los CNAV usan el método de coste amortizado para valorar todos sus activos, mientras que los fondos VNAV pueden utilizar este método para valorar algunos de sus activos, lo que puede provocar que en la práctica el valor liquidativo de estos fondos fluctúe muy poco.

Los *ratings* juegan un papel importante en la industria de los MMFs; en primer lugar, los gestores pueden confiar en ratings externos en la selección de los activos; en segundo lugar, es una característica importante de estos fondos que, en la práctica de la industria, reciban la calificación de triple A ya que o tiene esta calificación o no tienen ninguna. Los *ratings* suponen fuentes externas de información y opiniones para los inversores y son un incentivo para imponer disciplina en los fondos para que no les retiren la calificación. En algunos casos puede introducir riesgo de fuga cuando se rebaje la calificación de instrumentos subyacentes (que puede forzar a los gestores a vender activos) y/o del fondo en sí.

Los *repos* constituyen una parte importante de las carteras de los MMFs como parte de la gestión de los colaterales de los MMFs. En la actualidad el FSB (*Financial Stability Board*) está llevando a cabo un trabajo sobre prestamos de valores y mercados de *repos*, que podría afectar a los MMFs.

Otros factores a tener en cuenta al abordar la reforma regulatoria de los MMFs son: el entorno de bajos tipos de interés que condiciona la rentabilidad de los MMFs, el impacto de las reformas regulatorias en Europa y USA, las tendencias de concentración en la industria de los MMFs, los cambios en las necesidades de financiación a corto plazo de bancos y otros emisores, el impacto de los potenciales cambios en los requerimientos de capital de bancos y las recientes y continuas reformas en el mercados de repos a tres partes (*tri-party repo market*).

Las conclusiones preliminares son cinco: 1) si bien se han acometido importantes reformas, el riesgo de solicitudes masivas de reembolsos persiste, lo que puede tener efectos sobre la estabilidad financiera dada su interconexión con el resto del sistema financiero; 2) las opciones de política legislativa deben ser sopesadas en el contexto de su potencial impacto en la estabilidad financiera y el funcionamiento del mercado; 3) los fondos con valor de reembolso constante reúnen una serie de características que puede incrementar su vulnerabilidad al riesgo sistémico, mientras que los fondos con valor de reembolso variable tampoco están exentos de riesgo sobre todo si utilizan el valor amortizado para valorar sus activos; 4) una variedad de políticas legislativas pueden ser consideradas, enfocadas, o bien a reforzar las similitudes de los MMFs con otras IIC, o bien a establecer salvaguardas que reflejen su naturaleza híbrida; y 5) las opciones de política legislativa pueden utilizarse aisladas o combinadas para mitigar algunas de sus desventajas.

#### 4. Opciones de política legislativa.

El documento plantea opciones legislativas en sobre los aspectos siguientes:

#### 4.1. Valor liquidativo (NAV) variable y otras estructuras alternativas.

El establecimiento de un valor liquidativo variable obligatorio llevaría consigo la prohibición de valorar los activos con el método de coste amortizado.

La conversión obligatoria a valor liquidativo variable rebajaría las expectativas de los inversores de que los MMFs son insensibles a pérdidas y con ello el potencial riesgo de estampida cuando un fondo no alcanza dichas expectativas. A favor de esta opción se argumenta que el incentivo a solicitar el reembolso cuando los activos se valoran a precios de mercado (*marked-to-market*) se reduce porque la ventaja de moverse en primer lugar desaparece ya que el valor de reembolso ya refleja las pérdidas, disminuyendo de esta forma la transferencia de pérdidas a los inversores que permanecen en el fondo.

Sin embargo, existen evidencias de que ambos tipos de MMFs, los que cuentan con valor liquidativo constante y variable, se comportan de forma similar, existiendo también un incentivo a solicitar el reembolso en los fondos con VNAV debido a que la limitada liquidez de sus inversiones puede premiar a los primeros inversores en solicitar el reembolso. Adicionalmente, la eliminación de los fondos con valor liquidativo constante (CNAV) y, podría ser perjudicial para el mercado de crédito a corto (por ejemplo, papel comercial y financiación de entidades locales a corto plazo donde los MMFs son dominantes). En USA, se podría producir una transferencia de fondos a vehículos no regulados o menos regulados. Además, la transición a VNAV conlleva otros desafíos, por ejemplo en USA los gestores de tesorería (*cash managers*) tienen a veces restricciones para invertir en fondos con valor liquidativo variable (VNAV).

Otras alternativas estructurales que permitirían mantener un NAV constante son las siguientes:

1) Medidas de protección (*buffers*) del NAV por sí solas o combinadas con otras medidas (por ejemplo, restricción del reembolso).

El MMF puede crear una reserva de capital reteniendo una porción de sus ingresos como potencial protección frente a pérdidas, de forma que ésta absorbiese las posibles pérdidas de los activos en cartera del MMF, y evitaría que se produjesen desviaciones del valor liquidativo fijo. La ventaja de esta opción es que al existir recursos destinados a cubrir cierta cantidad de pérdidas se desincentiva la solicitud de reembolsos en masa por parte de los inversores. La desventaja es que su regulación contable, fiscal, así como su operativa pueden encontrar obstáculos o problemas: una importante consideración es el tiempo necesario para establecer la reserva ya que si se considera excesivamente largo no será operativo al principio y, si es excesivamente corto, puede causar disfunciones; también el tamaño es una cuestión crítica y, por último, esta opción puede dar lugar a cierta transferencia de beneficio de los actuales partícipes a los futuros partícipes que se beneficien de la reserva.

El establecimiento de esta reserva se puede realizar mediante la emisión de un porcentaje fijado de acciones subordinadas que absorban las primeras pérdidas y que, como contraprestación, reciban un beneficio preferente (*capital fee*); esta emisión podría

ser suscrita por los promotores o *sponsors*. A intervalos regulares, si las acciones subordinadas bajan de un determinado nivel, el MMF deberá reponer el capital mínimo mediante la emisión de nuevas acciones y, si exceden de dicho nivel se podrá reembolsar el exceso de capital. Este modelo de emisión de acciones subordinadas incentiva una prudente gestión del riesgo y la colocación de las mismas se realizaría entre inversores que buscan altos beneficios a cambio de altos riesgos. Por el contrario, puede ser difícil colocar esta clase de acciones y, al mismo tiempo, el mecanismo debe ser difícil de implementar en condiciones de bajos tipos de interés si hay que hacer frente al pago de beneficios preferentes.

La reserva también puede ser constituida mediante otras tres alternativas posibles: 1) reteniendo una parte de la renta generada por los activos en los que invierte el MMFs para constituir una reserva interna que absorba futuras pérdidas, 2) exigiendo a los partícipes que suscriban una cierta cantidad de acciones de capital (*equity capital*) como condición para poder suscribir participaciones del fondo de valor constante (CNAV), y 3) exigir al promotor que aporte capital al MMFs que sería reservado hacer frente a posibles pérdidas futuras.

## 2) Contrato de aseguramiento privado.

El contrato de aseguramiento actúa como pantalla de liquidez frente al riesgo de solicitudes masivas de reembolso. Los *sponsors* se situarían en primera línea para retener en primer nivel de pérdida hasta un límite, y los aseguradores privados tendrían asignado el siguiente nivel de pérdida frente a cada partícipe individual. También sería posible una protección final del gobierno en casos de pérdidas extraordinarias o catastróficas y las posibles reclamaciones a que den lugar.

Si bien parece una buena posibilidad teórica, en la práctica resulta improbable que aseguradores privados quisieran cubrir tales riesgos e, incluso, que esta posibilidad fuera viable. Una cuestión práctica que se plantea es la de cómo poner precio al riesgo que asumirían, además se presentan otros complejos retos en materia de diseño e implementación similares a los de las *liquidity facility*.

## 3) Conversión en Bancos con finalidad especial (*Special Purpose Banks*).

Los MMFs se reorganizarían como Bancos sujetos a la supervisión y regulación bancarias teniendo en cuenta las similitudes funcionales. La equiparación exigiría la capitalización y el cumplimiento de otros requisitos, lo que restaría capacidad en el mercado de crédito a corto plazo. También habría que estudiar las posibles interacciones entre estos nuevos bancos y el sistema bancario existente, de forma que los inversores no pierdan posibilidades de financiación.

## 4) Establecimiento de un sistema de dos niveles.

El sistema de dos niveles presenta, a su vez, dos opciones: a) Permitir tanto los MMFs con valores liquidativos fijos (CNAV), como los variables (VNAV). Las inversiones de los MMF (CNAV) estarán sometidas a unas mayores exigencias, y estos fondos participarán en algún esquema de aseguramiento que permite disfrutar a los inversores de una mayor

protección, mientras que los fondos con NAV variable tienen una mayor flexibilidad en su inversiones y normalmente ofrecen rendimientos más altos, a cambio de una menor protección. seguridad) pero no serían requeridos para acceder a fuentes externas de liquidez o aseguramiento, y b) Permitir MMFs con valores de reembolso fijos y variables pero reservando los MMFs con valor de reembolso fijo para, o bien inversores institucionales o bien no institucionales. Esta opción intenta proteger la posibilidad de contagio a los inversores no institucionales si los inversores institucionales solicitan el reembolso masivamente si bien, en la práctica, en algunos mercados no existen inversores no institucionales y, si existen, no se pueden distinguir debido al uso de cuentas ómnibus para la inversión en MMFs.

#### 4.2. Valoración de los MMFs y marco para la fijación de precios.

El principio general de valoración de los activos de los fondos con NAV variable a precios de mercado (*marked-to-market*) otorga transparencia de precios a los inversores y reduce el incentivo a solicitar el primero el reembolso (*first mover*) si el NAV refleja las pérdidas actuales de valor. Este método exige disponer de precios de mercados para los valores que normalmente forman las carteras de los MMFs.

Excepcionalmente, este método podría no ser óptimo o viable. Se contemplan dos excepciones: la primera, *fair value/marked-to-model*, o modelos de valoración basado en una curva de rendimiento y en el *spread* de crédito del emisor; y la segunda, un marco seguro y robusto para el uso del coste amortizado. Si bien el uso del coste amortizado contable supone un riesgo, puede resultar apropiado cuando hay límites a la diferencia entre el coste amortizado y el precio de mercado para cuyo establecimiento se plantean dos opciones no necesariamente excluyentes entre sí: opción a) restricciones en el tipo de instrumento en cuanto a vencimiento, calidad crediticia o sensibilidad al riesgo de mercado, y opción b) límites a la máxima desviación entre el coste amortizado y el valor de mercado para cada activo de la cartera.

#### 4.3. Gestión de la liquidez.

Los gestores de los MMFs deben gestionar la liquidez de la cartera de manera que pueda hacer frente a la presión de los reembolsos en cualquier momento o, lo que es lo mismo, de manera que no exista un desajuste entre los activos y la obligación de reembolso. Para este fin, se puede exigir a los gestores de los MMF requisitos de liquidez de sus inversiones o restringir los reembolsos bajo ciertas condiciones. Se contemplan las siguientes alternativas:

##### a) Exigencias de liquidez de la cartera.

Por un lado se podría imponer determinadas estrictiones globales sobre la liquidez consistente en requerir que los MMFs tuvieran una cierta cantidad de activos líquidos y en restringir la cantidad de activos ilíquidos. La imposición de estos requerimientos prevendría la venta precipitada y con pérdidas de activos para hacer frente a los reembolsos si bien no necesariamente en toda su extensión. También resulta difícil en la práctica la distinción de activos líquidos e ilíquidos; la limitación de la definición de los activos líquidos puede alterar el mercado de financiación a corto plazo.

Por otro lado se podrían establecer políticas que les permita conocer el perfil de sus inversores y anticipar así los posibles reembolsos. Para el conocimiento de sus partícipes/accionistas los MMFs deberían establecer políticas y procedimientos que les permitieran anticipar mejor los flujos de caja necesarios para hacer frente a los reembolsos. Algunas características de los partícipes/accionistas a tener en cuenta son sus posibles necesidades de caja, su sofisticación, su aversión al riesgo y el nivel de concertación de sus fondos. Algunos obstáculos prácticos resultan de la utilización de cuentas ómnibus.

#### b) Gestión del riesgo de liquidez.

Las restricciones al reembolso mitigan el riesgo de liquidez y resultan más eficaces si se combinan con otros elementos mitigantes de este riesgo. Estas restricciones se pueden materializar: primero, imponiendo una comisión al reembolso en determinadas situaciones (por ejemplo, en caso de un acontecimiento del mercado o por el alto volumen de reembolsos solicitados); y segundo, imponiendo un saldo o resto mínimo que no se podría reembolsar por un determinado plazo de tiempo y estaría sujeto a pérdidas durante ese periodo.

La valoración de los activos del MMFs podrían realizarse al precio de oferta (*bid price*) o bien con carácter general, o en aquellas situaciones en las que los flujos de reembolsos netos excedan de una cierta cantidad. Esta opción reduce el impacto negativo para los inversores que permanecen en el MMF y es favorable para los inversores entrantes que pagan menos mientras que los que solicitan el reembolso reciben menos que el actual valor de reembolso o NAV. En la práctica, también plantea dificultades como cuál es el precio de oferta relevante o cuándo se puede realizar esta valoración, la posibilidad de que se produzca un importante volumen de nuevas suscripciones si se utiliza este método con carácter general o su negativo impacto sobre el NAV si se utiliza en situaciones de estrés de mercado.

Los partícipes/accionistas pueden ser requeridos para recibir el reembolso parte en metálico y parte en especie (en valores); de esta forma no es necesario vender con pérdidas parte de los valores (con la subsiguiente transferencia de la pérdida a los inversores remanentes) y puede reducirse el incentivo a reembolsar.

También se pueden establecer una cantidad agregada de reembolsos (*gate*) para una fecha de forma que si se sobrepasa la cantidad solicitada por cada inversor ésta deberá ser reducida a prorrata en una cantidad igual de aquel porcentaje del NAV del MMF. Esta solución no ataca la ventaja de los primeros solicitantes del reembolso.

#### c) *Private emergency liquidity facility*.

El establecimiento de un *private emergency liquidity facility* puede reducir el riesgo de liquidez y la vulnerabilidad a los reembolsos masivos. Este fondo de liquidez ofrecería liquidez de forma eficaz a aquellos fondos que lo necesitasen y en la proporción necesaria pero no siempre puede prevenir reembolsos masivos o ser efectivo durante las crisis; además debería estar diseñado para evitar la creación de otros incentivos económicos

indebidos (*moral hazard*) y su estructura de gobierno debería evitar los posibles conflictos de interés.

#### 4.4. Alternativas para afrontar la dependencia de los *ratings*.

El FSB publicó en octubre del 2010 unos principios para reducir la dependencia de los *ratings* de Agencias de calificación. El objetivo de estos principios es evitar el comportamiento en manada (*herding*) que surge de las exigencias de *rating* mínimo establecidas en la regulación.

e) Se plantea la posible eliminación de las referencias a los *ratings* en la regulación de los MMFs y la consideración de estándares alternativos.

f) Mejorar el significado del rating otorgado a los propios MMFs, fomentando una mayor diferenciaciones de *ratings* entre MMFs. En la actualidad solamente un pequeño número de MMFs tienen asignado un *rating* por debajo de triple A. El documento plantea la cuestión de hasta qué punto los inversores deberían restringir sus inversiones a los MMFs calificados con triple A.

### 3. Solicitud de comentarios

El plazo para enviar comentarios termina el **28 de mayo de 2012**.

Los comentarios se pueden enviar a la Secretaría de IOSCO a través de las siguientes vías:

**E-mail: [MoneyMarket@iosco.org](mailto:MoneyMarket@iosco.org)**

Indicar como asunto del mensaje: *Public comment on Money Market Fund Systemic Risk Analysis and Reform Options*.

Si se adjunta algún documento indicar el programa utilizado (WordPerfect, Microsoft Word, ASCII text...).

No se deben remitir archivos adjuntos con las siguientes extensiones: HTML, GIF, TIFF, PIF, ZIP o EXE.

**Fax: 34 (91) 555 93 68.**

**Correo:**

Indicar en el sobre el asunto *Public comment on Public comment on Money Market Fund Systemic Risk Analysis and Reform Options* y enviarlo a la dirección siguiente:

Mohamed Ben Salem

General Secretariat  
IOSCO  
Calle Oquendo nº 12  
28006 Madrid  
Spain

Se solicita que se envíe una copia a la dirección de la CNMV que se indica a continuación, para de esta forma poder disponer de información sobre la opinión de los participantes del mercado español.

Departamento de Relaciones Internacionales  
C/ Miguel Ángel 11  
28010 Madrid  
Correo electrónico: [HYPERLINK "mailto:International@cnmv.es"](mailto:International@cnmv.es)  
[International@cnmv.es](mailto:International@cnmv.es)