



Las características de los fondos de inversión monetarios en distintas jurisdicciones

M^a Victoria Villanueva Fresán

Las características de los fondos de inversión monetarios en distintas jurisdicciones

M^a Victoria Villanueva Fresán

M^a Victoria Villanueva Fresán pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente el criterio de la autora y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyen al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red internet en la dirección www.cnmv.es.

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia

ISBN: 978-84-87870-92-7

Depósito: M-31223-2009

Imprime: Técnicas Gráficas Forma, S.A.

Resumen

Los fondos de inversión monetarios o fondos del mercado monetario tienen teóricamente una cartera formada por activos de elevada liquidez y reducido riesgo, lo que permite que sean apreciados por los inversores como cuasi equivalentes del dinero. Sin embargo, en la crisis financiera actual muchos de ellos han experimentado los efectos negativos de la reducción de su liquidez, fenómeno que se ha exacerbado por el mayor riesgo asumido por alguno de estos fondos en los años precedentes a la crisis. Estos efectos han sido mayores en los llamados “fondos monetarios dinámicos”, que, aunque no deberían pertenecer a la clasificación estricta de “monetarios”, han sido incluidos en algunas clasificaciones dentro de esta categoría, produciendo una cierta confusión entre los inversores a la vista de su comportamiento reciente.

En esta monografía se recapitulan las definiciones y las principales características de los fondos monetarios en distintas jurisdicciones europeas y en Estados Unidos. El estudio pone de manifiesto que las dificultades observadas durante los periodos de mayor inestabilidad financiera en los fondos monetarios se han debido a distintas circunstancias. En Estados Unidos, los problemas observados han sido fruto de un exceso de inversión en activos emitidos por vehículos de inversión que vieron caer sus precios drásticamente en el verano de 2008. En Europa, el efecto ha sido muy dispar entre países e incluso entre fondos monetarios domiciliados en un mismo país; en general han sido los fondos cuya gestión se enfocó a conseguir una mayor rentabilidad invirtiendo en activos menos líquidos los que han tenido problemas durante la crisis. Entre estos, se encuentran la mayoría de fondos monetarios domiciliados en Alemania y los dinámicos de Francia.

Los efectos observados durante la actual crisis financiera han provocado la reacción de reguladores y organismos internacionales, que han anunciado recomendaciones y propuestas regulatorias que, si son finalmente implantadas, van a producir cambios en el funcionamiento de los fondos monetarios en los próximos años, tanto en Estados Unidos como en Europa.

Índice

Resumen	5
1 Introducción	13
2 Definición de fondos de inversión monetarios en distintas jurisdicciones	15
2.1 Definición de fondo monetario por distintos difusores de información	15
2.2 Definición de fondo monetario por distintas asociaciones profesionales	16
2.3 Definición de fondo monetario según reguladores europeos	18
2.3.1 Definición de fondo monetario en la legislación española	22
2.3.2 Definición de fondo monetario en la legislación francesa	29
2.3.3 Definición de fondo monetario en la legislación alemana	32
2.3.4 Definición de fondo monetario en la legislación italiana	34
2.3.5 Definición de fondo monetario en la legislación británica	35
2.3.6 Comparación de definiciones a nivel europeo	36
2.4 Definición de fondo monetario según el regulador de Estados Unidos	39
3 Efectos de la actual crisis financiera sobre los fondos monetarios	45
3.1 Efectos en los fondos monetarios de la zona euro	45
3.1.1 Los fondos monetarios domiciliados en España	45
3.1.2 Los fondos monetarios domiciliados en Francia	55
3.1.3 Los fondos monetarios domiciliados en Alemania	62
3.1.4 Los fondos monetarios domiciliados en Italia	68
3.1.5 Comparación a nivel europeo	71
3.2 Efectos en los fondos monetarios del Reino Unido	74
3.3 Efectos en los fondos monetarios de Estados Unidos	77
4 Reacción de reguladores y organismos internacionales	85
5 Conclusiones	91
6 Bibliografía	93

Índice de Cuadros

CUADRO 1	Principales características de los fondos de inversión monetarios para distintas jurisdicciones	38
CUADRO 2	Principales características de distintas inversiones en Estados Unidos	44
CUADRO 3	Evolución durante la crisis financiera de la distribución del patrimonio de todos los fondos monetarios domiciliados en Alemania	67

Índice de Gráficos

GRÁFICO 1	Número y patrimonio de los fondos monetarios españoles registrados	46
GRÁFICO 2	Rentabilidad anual media y dispersión de los fondos monetarios en España comparado con el tipo Eonia a un día desfasado seis meses	47
GRÁFICO 3	Porcentaje del total de fondos monetarios españoles con volatilidad en los rango y volatilidad media	48
GRÁFICO 4	Gráfico de dispersión de la rentabilidad (eje horizontal) riesgo (eje vertical) de los fondos monetarios de España	48
GRÁFICO 5	Cartera de los fondos monetarios españoles	50
GRÁFICO 6	Composición del total de la cartera de los fondos monetarios españoles por tipo de activo	51
GRÁFICO 7	Composición de los tipos de emisores de la cartera interior de los fondos monetarios españoles por cómo está registrado en los balances	51
GRÁFICO 8	Relación entre la rentabilidad de los fondos monetarios españoles (eje horizontal) y el peso de los reembolsos netos sobre el patrimonio a principios de año (eje vertical)	52
GRÁFICO 9	Relación entre la rentabilidad de los fondos monetarios españoles (eje horizontal) y el peso de los tipos de activos en los que invierten (eje vertical)	53
GRÁFICO 10	Relación entre la rentabilidad de los fondos monetarios españoles (eje horizontal) y la duración modificada de la cartera en días (eje vertical)	54
GRÁFICO 11	Promedio de la duración modificada de los fondos monetarios españoles ponderada por patrimonio	54
GRÁFICO 12	Número y patrimonio de las IIC monetarias francesas	55
GRÁFICO 13	Distribución del patrimonio por tipo de inversor de las IIC monetarias de Francia	56
GRÁFICO 14	Rentabilidad anual media de las IIC monetarias en Francia por tipos	56
GRÁFICO 15	Rentabilidad anual media y dispersión de las IIC monetarias euro en Francia comparado con el tipo Eonia a un día desfasado seis meses	57
GRÁFICO 16	Rentabilidad anual media de las IIC monetarias euro en Francia por tipo de IIC según clasificación de EuroPerformance	59
GRÁFICO 17	Rentabilidad anual media y dispersión de las IIC monetarias euro en Francia por tipo de IIC según clasificación de EuroPerformance	60
GRÁFICO 18	Porcentaje del total de IIC monetarias euro en Francia con volatilidad en los rangos y volatilidad media para los tipos de IIC	61
GRÁFICO 19	Gráfico de dispersión de la rentabilidad (eje horizontal) riesgo (eje vertical) de todas las IIC monetarias domiciliadas en Francia	61
GRÁFICO 20	Número de fondos monetarios alemanes y peso sobre el número total de fondos de inversión	63
GRÁFICO 22	Rentabilidad anual media y dispersión de los fondos monetarios en Alemania comparado con el tipo Eonia a un día desfasado seis meses	64
GRÁFICO 23	Porcentaje del total de fondos monetarios alemanes con volatilidad en los rangos y volatilidad media	65
GRÁFICO 24	Gráfico de dispersión de la rentabilidad (eje horizontal) riesgo (eje vertical) de los fondos monetarios de Alemania	65
GRÁFICO 25	Composición del patrimonio de los fondos monetarios alemanes que invierten en activos denominados en euros	67

Índice de Gráficos (continuación)

GRÁFICO 26	Rentabilidad anual media y dispersión de los fondos monetarios euro en Italia	69
GRÁFICO 27	Porcentaje del total de fondos monetarios italianos con volatilidad en los rangos y volatilidad media	69
GRÁFICO 28	Gráfico de dispersión de la rentabilidad (eje horizontal) riesgo (eje vertical) de los fondos monetarios euro de Italia	70
GRÁFICO 29	Rentabilidad media de los fondos monetarios en distintos países	72
GRÁFICO 30	Volatilidad media de los fondos monetarios en distintos países	73
GRÁFICO 31	Patrimonio de los fondos monetarios domiciliados en el Reino Unido y peso sobre el patrimonio total de los fondos de inversión	75
GRÁFICO 32	Rentabilidad anual media y dispersión de los fondos monetarios domiciliados en el Reino Unido comparado con el tipo interbancario a 3 meses desfasado seis meses	76
GRÁFICO 33	Porcentaje del total de fondos monetarios británicos con volatilidad en los rangos y volatilidad media	76
GRÁFICO 34	Gráfico de dispersión de la rentabilidad (eje horizontal) riesgo (eje vertical) de los fondos de inversión en libras del Reino Unido	77
GRÁFICO 35	Patrimonio por tipo de fondo y porcentaje sobre el patrimonio total de los fondos en Estados Unidos	78
GRÁFICO 36	Rentabilidad anual media de los fondos monetarios en EEUU por tipo de fondo comparado con el tipo interbancario a tres meses desfasado medio año	79
GRÁFICO 37	Rentabilidad anual media y dispersión de los fondos monetarios en EEUU. Comparación por tipo de fondo	79
GRÁFICO 38	Porcentaje del total de fondos monetarios de EEUU con volatilidad en los rangos y volatilidad media por tipo de fondo	81
GRÁFICO 39	Gráfico de dispersión de la rentabilidad (eje horizontal) riesgo (eje vertical) de fondos monetarios de Estados Unidos por tipo de fondo	82
GRÁFICO 40	Composición de la cartera de los fondos monetarios gravables en EEUU por tipo de emisor (eje izdo.) y vencimiento medio de la cartera en días (eje dcho.)	83

1 Introducción

Los fondos de inversión pueden ser clasificados en distintas categorías según la composición de sus carteras. Cada categoría agrupa fondos cuyas carteras engloban activos con similares características de plazo y de riesgo (de mercado, de crédito, de liquidez, etc.). Las clasificaciones de los fondos, que pueden ser establecidas por las autoridades supervisoras, por asociaciones profesionales o por difusores de información, sirven para caracterizar las políticas de inversión de los fondos y, por tanto, para comparar su comportamiento. Una categoría que se encuentra en todas las clasificaciones es la de “fondos monetarios” o “fondos del mercado monetario”. Su denominación conlleva la idea de que su cartera está formada por activos de elevada liquidez y reducido riesgo lo que permite que estos fondos sean apreciados por los inversores como cuasi equivalentes del dinero. Sin embargo, en el actual contexto de crisis financiera el funcionamiento de los fondos de inversión monetarios se ha visto condicionado por la reducción de su liquidez. Este efecto se ha exacerbado por el mayor riesgo que dichos fondos asumieron en los años anteriores a la crisis.

Además, la crisis de las *subprime* ha afectado de forma considerable a unos fondos que también se denominan “monetarios” pero cuya gestión es más activa y utilizan derivados de crédito y otros instrumentos similares con el objetivo de incrementar su rentabilidad a costa de un mayor riesgo. Éste es el caso de los denominados “fondos monetarios dinámicos”. Estos fondos, que no deberían pertenecer a la clasificación estricta de “monetarios”, han sido incluidos por determinados supervisores y difusores de información dentro de esta categoría, produciendo una cierta confusión entre los inversores que asumieron que estos fondos ostentaban características de cuasi dinero.

La extendida preocupación por el comportamiento de los fondos monetarios durante la actual crisis financiera se acentúa por la magnitud que han alcanzado en los últimos años. Estados Unidos posee el mayor mercado de fondos monetarios del mundo, con un patrimonio a finales de 2008 de 3.840.000 millones de dólares, seguido por Francia con 466.800 millones de euros (45% del mercado europeo) y Luxemburgo con 334.000 millones de euros. Aunque en menor medida, en la zona euro también destaca el mercado de fondos monetarios de Italia con 60.000 millones de euros, de España con 28.810 millones de euros y de Alemania con 14.500 millones de euros a finales de 2008. Por su parte, el patrimonio de los fondos monetarios en libras domiciliados en el Reino Unido fue de 3.200 millones de libras a finales de 2008. Hay que resaltar que los fondos monetarios son utilizados principalmente por inversores institucionales como colocación temporal de capital, pero también por minoristas con perfil conservador (destacando el mercado español, donde poseen el 80% del patrimonio).

El comportamiento reciente mostrado por estos fondos ha provocado la reacción de asociaciones profesionales y reguladores, que han señalado la necesidad de cambiar las definiciones de los fondos monetarios y de buscar una homogeneización a nivel internacional. El objetivo de este artículo es recapitular las definiciones y las principales características de los fondos monetarios en distintas jurisdicciones europeas y en Estados Unidos.

En la sección segunda se exponen las distintas definiciones de fondos monetarios propuestas por supervisores, asociaciones profesionales y difusores de información. En el tercer apartado se analizan las características de los fondos monetarios domiciliados en distintos países y su evolución durante el actual contexto de crisis financiera, la cual ha provocado diversas reacciones de reguladores y organismos internacionales, recogidas en el apartado cuarto. Finalmente, en la quinta sección se presentan las conclusiones.

2 Definición de fondos de inversión monetarios en distintas jurisdicciones

Las definiciones de fondos monetarios propuestas por supervisores, asociaciones profesionales y difusores de información difieren según sus distintas características, que varían según se limite la exposición a diversos riesgos (de crédito, de liquidez, de contraparte, de tipo de cambio o de tipo de interés). El objetivo de este apartado es describir las distintas definiciones para poder hacer, posteriormente, una síntesis y una comparativa.

2.1 Definición de fondo monetario por distintos difusores de información

Entre los difusores de información de fondos de inversión destacan Lipper y Morningstar.

Lipper define los fondos monetarios como aquellos que invierten estratégicamente en el mercado monetario y en instrumentos de dinero o bonos con una vida residual menor de 12 meses. A su vez, distingue a los fondos monetarios en función de su exposición al riesgo de tipo de cambio. Adicionalmente, define los fondos monetarios dinámicos como aquellos activamente gestionados que invierten una proporción importante de sus activos en el mercado monetario o en instrumentos de dinero, pero que usan derivados de crédito y otros instrumentos similares con el objetivo de incrementar su rentabilidad.

Por su parte, Morningstar clasifica los fondos en función de su estilo de gestión actual y no simplemente según lo que diga el reglamento de gestión, ni tampoco en función del hecho de haber obtenido una determinada rentabilidad. Según el difusor, para que las categorías sean homogéneas se clasifica a los fondos conforme a los activos que tienen en cartera, analizando varias carteras para asegurar que se toma en cuenta la política de inversión real del fondo. Por esto, Morningstar define los fondos monetarios como aquellos que tienen invertido al menos el 90% de su cartera en renta fija a corto plazo (con un vencimiento no superior a 18 meses). A su vez, diferencia entre los fondos monetarios y los fondos monetarios dinámicos, aunque estos últimos no están definidos.

Cabe resaltar que el conjunto de fondos monetarios que este difusor incorpora en su clasificación difiere sustancialmente del perteneciente a otras clasificaciones de difusores o supervisores. Esto es especialmente importante, ya que esta fuente de información es muy utilizada por la prensa especializada española porque ofrece la información libremente en su página web.

2.2 Definición de fondo monetario por distintas asociaciones profesionales

La European Fund and Asset Management Association (EFAMA), formada por las gestoras de fondos, proveedores de datos y asociaciones nacionales más grandes de Europa, está trabajando desde hace años en una clasificación de fondos de inversión. El último informe, publicado en junio de 2008¹, detalla una clasificación paneuropea de fondos de inversión con el objetivo de facilitar la comparación y fomentar la transparencia de cara a los inversores.

El total de fondos se divide en cuatro categorías en función de los activos en que pueden invertir: acciones, bonos, mercado monetario y mixto.

Según esta asociación, los fondos del mercado monetario son aquellos fondos que cumplen dos características:

- Duración: La cartera puede tener un vencimiento medio máximo de 60 días o, análogamente, una duración modificada media ponderada máxima de un año.
- Posibilidad de inversión: Desde instrumentos del mercado monetario con una calificación crediticia superior al grado de inversión de Standard & Poor's hasta instrumentos de deuda transferibles.

Adicionalmente, la clasificación propuesta por EFAMA considera clasificar a los fondos monetarios en subcategorías según distintas características:

1. Duración. Dentro de este tipo, distingue tres subcategorías de fondos monetarios:
 - A corto plazo. Con un vencimiento medio ponderado de 60 días.
 - Regulares. Con una duración modificada media ponderada de 0,5 como máximo.
 - Dinámicos. Con una duración modificada media ponderada entre 0 y 1.
2. Exposición al tipo de cambio.
3. Características estructurales. Distingue subcategorías según tres características estructurales de los fondos monetarios:
 - Si sus inversiones se valoran según el coste amortizado. En este caso, la idea es que la inversión se va a mantener hasta vencimiento y se devenga cualquier descuento o plusvalía sobre el valor nominal a lo largo de la vida de la inversión.
 - Si mantienen su valor liquidativo constante a la par (neto de ingresos).
 - Si invierten exclusivamente en instrumentos del mercado monetario con una de las mayores calificaciones crediticias.

Otra asociación de ámbito internacional es la Institutional Money Market Fund Association (IMMFA), creada en 2000 y formada por proveedores de fondos moneta-

1 En dicho informe se comenta que EFAMA tiene previsto modificar la propuesta de clasificación teniendo en cuenta las lecciones aprendidas en la actual crisis de liquidez.

rios domiciliados en la Unión Europea (incluyendo las Islas del Canal), dirigidos a mantener liquidez con un *rating* de triple A, que cumplen con su Código de buenas prácticas (publicado en 2003) de forma que aseguran que los miembros ofrecen productos y servicios a los inversores de alta calidad. Actualmente los fondos que pertenecen a esta asociación están domiciliados en Dublín, Luxemburgo y las Islas del Canal.

En una nota que IMMFA publicó en 2006 especificaba que en Europa existían dos tipos de fondos monetarios institucionales: unos que llevaban en Europa más de 30 años y estaban enfocados a conseguir un rendimiento mayor y otros que pretendían mantener un nivel de liquidez operando casi con la misma base que los fondos monetarios de Estados Unidos bajo la Regla 2a-7², que aunque llevaban en Europa muchos años alcanzaron una especial importancia a finales de los años noventa.

El tipo de fondos que proveen los miembros de IMMFA estarían dentro de la segunda categoría. Las características que los identifican están recogidas en el Código de buenas prácticas, que señala los siguientes requisitos para que IMMFA considere que son fondos monetarios de alta calidad:

- Deben estar autorizados bajo la directiva de UCITS (o una regulación equivalente donde las UCITS no están reconocidas).
- Deben tener un *rating*³ AAAm de S&P, Aaa/MR1+ de Moody's o AAA/V1+ de Fitch.
- Deben tener un vencimiento medio ponderado no superior a 60 días.
- Deben valorar los activos con una base amortizada, teniendo que seguir cualquier discrepancia entre el coste amortizado y el coste a precio de mercado de los activos y de la cartera de forma regular, e implementar procedimientos escalonados para las discrepancias observadas entre ambas valoraciones (superiores a 10 puntos básicos del nivel de la cartera).
- Deben proveer regularmente y de forma precisa información a las agencias de *rating*. En la actualidad consideran que esa obligación es semanal.
- Deben comprar y mantener activos con un riesgo apropiado para el fondo.
- Deben publicar datos estadísticos en el informe publicado semanalmente por IMMFA en iMoneyNet.
- El administrador seleccionado para cada fondo debe tener una experiencia en la administración de fondos monetarios con un *rating* de triple A.

2 La regla 2a-7 de la Ley de Sociedades de Inversión (Investment Company Act) de 1940 recoge la definición de fondo monetario en Estados Unidos, expuesta en el apartado 2.4.

3 Las agencias de calificación crediticia asignan a los fondos monetarios un *rating* en muchos casos imponiendo restricciones más estrictas que las de la propia legislación. Para una mayor información, véase el apartado de la definición de fondo monetario del regulador de Estados Unidos.

2.3 Definición de fondo monetario según reguladores europeos

El Banco Central Europeo (BCE) publica una lista de instituciones financieras monetarias y de entidades sujetas a reservas mínimas obligatorias (lista de IFM) de conformidad con el apartado 2 del artículo 3 del Reglamento del Banco Central Europeo de 1 de diciembre de 1998 relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias (BCE/1998/16), en su versión modificada, y con el apartado 3 del artículo 2 del Reglamento del Banco Central Europeo de 1 de diciembre de 1998 relativo a la aplicación de las reservas mínimas (BCE/1998/15), en su versión modificada.

Una institución financiera monetaria (IFM) es una entidad de crédito u otra institución financiera cuya actividad consiste en recibir del público depósitos y/o sustitutos cercanos de los depósitos, de entidades distintas de IFM, y conceder créditos y/o hacer inversiones en valores, actuando por cuenta propia (al menos en términos económicos).

La sustituibilidad de los depósitos en relación con los instrumentos financieros emitidos por intermediarios financieros distintos de las entidades de crédito se determinará (considerando, cuando proceda, su plazo de emisión) por su liquidez, combinando las siguientes características:

- **Transferibilidad.** Posibilidad de movilizar fondos materializados en un instrumento financiero mediante facilidades de pago (como los cheques o medios similares), órdenes de transferencia o cargos directos.
- **Convertibilidad.** Factibilidad y coste de la conversión de instrumentos financieros en efectivo o depósitos transferibles. La pérdida de ventajas fiscales puede considerarse un tipo de penalización que reduce el grado de liquidez.
- **Certidumbre.** Es el conocimiento preciso por anticipado del valor liquidativo de un activo financiero en moneda nacional.
- **Negociabilidad.** Se considera que los valores cotizados e intercambiados en mercados organizados son negociables y que las participaciones en fondos de inversión, aunque no haya un mercado en el sentido usual, son también negociables, dado que los inversores conocen diariamente la cotización de las participaciones y pueden recuperar sus fondos a ese precio.

Así, los fondos del mercado monetario (FMM) son un tipo de institución financiera monetaria, puesto que satisfacen las condiciones de liquidez acordadas.

En efecto, el Anexo 1 del Reglamento (CE) nº 2423/2001 del Banco Central Europeo de 22 de noviembre de 2001 define los fondos del mercado monetario como aquellas IIC cuyas participaciones son, en cuanto a su liquidez, sustitutos próximos de los depósitos⁴, ya que dichas participaciones se invierten principalmente (mayor al 85% de su cartera de inversión) en instrumentos del mercado monetario, en otros instru-

4 Se refiere a la posibilidad, en circunstancias normales de los mercados, de recomprar, amortizar o transferir, a requerimiento del tenedor, las participaciones en las IIC, de modo que la liquidez de dichas participaciones sea comparable a la liquidez de los depósitos.

mentos representativos de deuda transferibles con un vencimiento residual de hasta un año, en depósitos bancarios y en instrumentos que persiguen un rendimiento cercano al tipo de interés de los instrumentos del mercado monetario.

Adicionalmente define a los instrumentos del mercado monetario como aquellos instrumentos representativos de deuda transferibles, negociados normalmente en el mercado monetario (por ejemplo, certificados de depósito, pagarés de empresa, aceptaciones bancarias, pagarés del Tesoro y de autoridades locales) y que tienen las siguientes características:

- **Liquidez:** en el sentido de que se pueden recomprar, amortizar o vender con un coste limitado, es decir, con bajas comisiones, con un estrecho diferencial oferta/demanda, y con un desfase de liquidación muy corto.
- **Profundidad de mercado:** en el sentido de que los valores se intercambian en un mercado que es capaz de absorber un gran volumen de transacciones y en el que la negociación de grandes importes tiene un impacto limitado en el precio.
- **Certidumbre en su valor:** en el sentido de que su valor puede determinarse de forma precisa en cualquier momento del tiempo o, al menos, una vez al mes.
- **Bajo riesgo de tipo de interés:** tienen una vida residual igual o inferior a un año o actualizaciones regulares, al menos cada doce meses, del tipo de interés, en línea con las condiciones de los mercados monetarios.
- **Bajo riesgo de crédito:** tales instrumentos están:
 - i. Admitidos a cotización en un mercado de valores o negociados en otros mercados regulados que operen regularmente, están registrados y son accesibles al público.
 - ii. Emitidos de acuerdo con normas destinadas a proteger a los inversores y a los ahorros.
 - iii. Emitidos por:
 1. Una autoridad pública central, regional o local, un banco central de un Estado Miembro, la Unión Europea, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones, un Estado No-Miembro o, si el último es un Estado federal, por alguno de los miembros que componen la federación, o por un organismo público internacional al cual pertenecen uno o más miembros;
 2. una entidad sujeta a supervisión según los criterios definidos en la legislación comunitaria, o por una entidad que está sujeta y satisface criterios de supervisión considerados por las autoridades competentes, al menos, tan exigentes como aquellos establecidos en las normas comunitarias, o garantizados por ellas; o
 3. un intermediario cuyos valores hayan sido admitidos a cotización oficial en un mercado de valores o sean negociados en otros mercados regulados que operan regularmente, están registrados y son accesibles al público.

La Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM, UCITS por sus siglas inglesas) tenía como objetivos aproximar las condiciones de competencia de las UCITS a escala comunitaria, así como proteger de forma efectiva y uniforme a los inversores.

En mayo de 1999 la Comisión Europea aprobó el Plan de Acción de los Servicios Financieros (PASF) cuyo fin en relación a la inversión colectiva era suprimir los obstáculos para la comercialización transfronteriza de las UCITS y ampliar los activos aptos para la inversión que se especificaban en la Directiva 85/611/CEE. A este respecto, han implantado las Directivas 2001/107/CE y 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo concernientes a la gestión e inversión de las UCITS, respectivamente.

La Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, por la que se modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo, en lo que se refiere a las inversiones de las UCITS, amplía la gama de activos aptos para la inversión permitiendo a las UCITS invertir en activos financieros, distintos de los valores mobiliarios, que sean suficientemente líquidos. En concreto, los instrumentos financieros aptos para ser activos de inversión de las carteras de las UCITS son valores mobiliarios, participaciones de UCITS y/o de otros organismos de inversión colectiva de tipo abierto, depósitos en entidades de crédito (a la vista o con derecho a ser retirados, con vencimiento no superior a doce meses), instrumentos del mercado monetario e instrumentos financieros derivados (negociados o no en mercados regulados). Las UCITS garantizarán que el riesgo global asociado a los instrumentos derivados no exceda el valor neto total de su cartera y señalarán en el folleto informativo si las transacciones con derivados se pueden realizar para fines de cobertura o con vistas al cumplimiento de objetivos de inversión, así como las posibles repercusiones de la utilización de los derivados en el perfil de riesgo.

Adicionalmente, por motivos cautelares, la Directiva 2001/108/CE limita la concentración excesiva por parte de las UCITS en inversiones que los expongan a un riesgo de contrapartida en la misma entidad o en entidades pertenecientes al mismo grupo. En concreto:

- No podrán invertir más del 5% de sus activos en valores mobiliarios o instrumentos del mercado monetario emitidos por el mismo organismo.
- No podrán invertir más del 20% de sus activos en depósitos del mismo organismo.
- El riesgo frente a una contraparte durante una transacción en derivados OTC no podrá ser superior: (i) al 10% de sus activos cuando la contraparte sea una entidad de crédito con domicilio social en un Estado Miembro o con domicilio social en un Estado no miembro, a condición de que esté sujeta a unas normas cautelares que las autoridades competentes de las UCITS consideren equivalentes a las que establece el Derecho comunitario; o (ii) al 5% de sus activos, en otros casos.
- Los Estados Miembros podrán elevar el límite del 5% previsto anteriormente hasta un 10% como máximo. Sin embargo, el valor total de los valores mobi-

liarios y los instrumentos del mercado monetario poseídos por la UCITS en los emisores en los que invierta más del 5% de sus activos no podrá superar el 40% del valor de los activos de la UCITS. Este límite no se aplicará a los depósitos y a las transacciones en derivados OTC realizados con entidades financieras supeditadas a supervisión cautelar.

Sin perjuicio de los límites individuales establecidos, las UCITS no podrán acumular: (i) inversiones en valores mobiliarios o instrumentos del mercado monetario emitidos por un único organismo por un valor superior al 20% de sus activos, (ii) depósitos hechos con este único organismo, por un valor superior al 20% de sus activos, y/o (iii) riesgos resultantes de transacciones en derivados OTC con este único organismo, por un valor superior al 20% de sus activos.

- Los Estados Miembros podrán elevar el límite del 5% previsto anteriormente hasta un 35% como máximo cuando los valores mobiliarios o los instrumentos del mercado monetario sean emitidos o garantizados por un Estado Miembro, por sus autoridades locales, por un tercer Estado o por organismos internacionales de carácter público del que formen parte uno o varios Estados Miembros.
- Los Estados Miembros podrán elevar el límite del 5% establecido anteriormente hasta un 25% como máximo en el caso de determinadas obligaciones cuando éstas hayan sido emitidas por una entidad de crédito que tenga su domicilio social en un Estado Miembro y esté sometida por norma legal a una supervisión pública especial pensada para proteger a los titulares de las obligaciones. En particular, los importes resultantes de la emisión de estas obligaciones deberán invertirse, conforme a Derecho, en activos que durante la totalidad del período de validez de las obligaciones puedan cubrir las fianzas asociadas a las obligaciones y que, en caso de insolvencia del emisor, se utilizarían de forma prioritaria para reembolsar el principal y pagar los intereses acumulados.

Cuando una UCITS invierta más de un 5% de sus activos en las obligaciones a que se hace referencia en el párrafo anterior, emitidas por un emisor, el valor total de la inversión no podrá ser superior al 80% del valor de los activos de la UCITS.

- Los valores mobiliarios e instrumentos del mercado monetario contemplados en los dos apartados anteriores no se tendrán en cuenta a la hora de aplicar el límite del 40% fijado con anterioridad.

Los límites fijados no podrán ser acumulados y, por consiguiente, las inversiones en valores mobiliarios o instrumentos del mercado monetario emitidos por la misma entidad, o en depósitos o instrumentos derivados constituidos por la misma, no podrán bajo ningún concepto sobrepasar en total el 35% de los activos de una UCITS.

Los Estados Miembros podrán permitir la acumulación de inversiones en valores mobiliarios e instrumentos del mercado monetario dentro del mismo grupo hasta un límite del 20%.

- Una UCITS podrá adquirir las participaciones de UCITS y/u otros organismos de inversión colectiva a condición de que no invierta más del 10% de sus ac-

tivos en participaciones de una sola UCITS o de otro organismo de inversión colectiva. Los Estados Miembros podrán aumentar el límite hasta un máximo del 20%.

- Las inversiones efectuadas en participaciones de organismos de inversión colectiva salvo las UCITS no podrán exceder, en total, del 30% de los activos.

Los Estados Miembros podrán permitir que, cuando una UCITS haya adquirido participaciones de UCITS y/o de otros organismos de inversión colectiva, los activos de la UCITS respectiva o de otro organismo de inversión colectiva no se acumulen a los efectos de los límites fijados para limitar el riesgo de contrapartida.

Los países de la Unión Europea envían información al BCE de los fondos monetarios domiciliados en sus países, aunque el BCE acepta diferencias en las características de los fondos incluidos en esta categoría ya que, como se verá a continuación, los supervisores nacionales de los Estados Miembros tienen definiciones distintas de fondos monetarios, según se especifiquen más o menos ciertas características del riesgo. En los siguientes apartados se van a describir las distintas definiciones de fondos monetarios recogidas en las legislaciones de España, Francia, Alemania, Italia y Reino Unido, para terminar con una comparativa entre dichos países.

2.3.1 Definición de fondo monetario en la legislación española

En España, la primera mención de fondos de inversión con vocación relacionada con el mercado monetario se realizó en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las IIC y, con mayor detalle, en su Reglamento aprobado por el Real Decreto 1346/1985, de 17 de julio. La disposición adicional sexta de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, introdujo significativas modificaciones en la mencionada Ley 46/1984, de 26 de diciembre. Tales modificaciones adaptaron la legislación nacional sobre IIC a la normativa comunitaria y, en particular, a lo establecido en las directivas 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, y 88/220/CEE, de 22 de marzo de 1988. Así, no es hasta la publicación en 1990 del Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el nuevo Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, cuando se adapta el Reglamento aprobado en el citado Real Decreto 1346/1985, de 17 de julio. Precisamente, el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, es el que detalla la definición de los denominados Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM).

La definición de los FIAMM se centra fundamentalmente en los activos aptos para su inversión y en el vencimiento remanente de dichos activos. En concreto, en el artículo 49 del Real Decreto 1393/1990, se restringe:

- Un porcentaje promedio mensual de saldos diarios del activo del fondo no inferior al 90% deberá estar invertido en:
 - a) Valores negociables e instrumentos financieros de los previstos en la Ley del Mercado de Valores⁵ admitidos a negociación en Bolsas de Valores,

5 En concreto, en el primer párrafo y en el artículo 2 (párrafo 2, a)) de la Ley de Mercado de Valores.

cualquiera que sea el Estado en que se encuentren radicadas, o en otros mercados o sistemas organizados de negociación ubicados en un Estado miembro de la OCDE siempre que, en ambos casos, se cumplan los siguientes requisitos:

1. Que se trate de mercados que tengan un funcionamiento regular.
2. Que estén supervisados por la autoridad del Estado en que tenga su sede.
3. Que dispongan de reglas de funcionamiento, transparencia, acceso y admisión a negociación similares a las exigidas en la normativa española a los mercados secundarios oficiales.

- b) Los valores e instrumentos financieros mencionados en el párrafo anterior respecto a los cuales esté solicitada su admisión a negociación en alguno de los mercados o sistemas a los que se refiere dicho párrafo. A dichos valores e instrumentos se equiparán aquéllos en cuyas condiciones de emisión conste el compromiso de solicitar la admisión a negociación, siempre que el plazo inicial para cumplir dicho compromiso sea inferior a 6 meses. En el caso de que no se produzca su admisión a negociación en el plazo de 6 meses desde que se solicite o no se cumpla el compromiso de presentar en el plazo determinado la correspondiente solicitud de admisión, deberá reestructurarse la cartera en los 2 meses siguientes al término de los plazos antes señalados. Si dicho plazo resultara insuficiente, se podrá, justificadamente, solicitar su prórroga a la CNMV. Dicha prórroga no podrá exceder de un plazo adicional de 2 meses.
- c) Los instrumentos financieros negociados en mercados organizados de derivados radicados en Estados miembros de la OCDE, de acuerdo con los requisitos, límites y condiciones que establezca el Ministro de Economía y, con su habilitación expresa, la CNMV.
- d) Los valores e instrumentos financieros negociados en mercados o sistemas de negociación distintos de los incluidos en los párrafos anteriores, siempre que cuenten con la previa aprobación de la CNMV, que podrá otorgarla con carácter general para uno o varios mercados, o para uno o varios valores, siempre que los citados mercados ofrezcan garantías suficientes de transparencia, seguridad, organización y control. La mencionada aprobación se publicará en el Boletín Oficial del Estado.
- e) Los instrumentos financieros derivados no negociados en los mercados señalados en los párrafos anteriores, de acuerdo con los requisitos, límites y condiciones que establezca el Ministro de Economía y, con su habilitación expresa, la CNMV.
- No podrán invertir en valores de renta variable, en operaciones sobre valores o índices de renta variable ni, en general, en cualquier derecho a participar en el capital de las sociedades.
 - Los recursos no sujetos al porcentaje de inversión señalado en el primer apartado podrán invertirse, además de en los valores e instrumentos financieros a

los que se refiere dicho número, en depósitos, en otros valores o instrumentos de renta fija cotizados o en valores de renta fija no cotizados en mercados secundarios organizados, siempre que no representen más del 5% del activo de la institución y siempre que su plazo remanente de amortización o reembolso no sea superior a 18 meses o que cumplan las condiciones establecidas en el apartado anterior.

- Tampoco podrán invertir en activos con plazo remanente de amortización o reembolso superior a 18 meses. Se considerará que cumplen este requisito los valores de renta fija cuya rentabilidad se determine por referencia a un índice de tipos de interés a corto plazo, siempre que la revisión del tipo de interés se produzca en un plazo no superior a un año. Estos fondos podrán invertir hasta el 25% de su activo en valores de renta fija de estas características.
- Los recursos no sujetos al porcentaje de inversión señalado en el primer apartado podrán invertirse, además de en los valores e instrumentos financieros a los que se refiere dicho apartado, en depósitos, en otros valores o instrumentos de renta fija cotizados o en valores de renta fija no cotizados en mercados secundarios organizados, siempre que no representen más del 5% del activo de la Institución y siempre que su plazo remanente de amortización o reembolso no sea superior a 18 meses o que cumplan las condiciones establecidas en el apartado anterior.

En enero de 2002 la CNMV elaboró, en colaboración con INVERCO (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones), la relación de las vocaciones de inversión de los fondos de inversión de carácter financiero que han permanecido vigentes hasta la publicación de la Circular 1/2009, de la CNMV. La nueva clasificación recogía a los FIAMM tal y como se definieron en el Real Decreto 1393/1990.

La Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, derogó la Ley 46/1984, de 26 de noviembre, reguladora de las IIC, tras casi 20 años de vigencia. En la citada Ley, se señalaba que “la experiencia de estos últimos años ha mostrado que es preferible abandonar el enfoque basado en multitud de categorías legales de IIC y en la limitación de los activos aptos para la inversión, introduciendo más flexibilidad y libertad a la hora de definir los perfiles inversores de las IIC”. El motivo es que “las restricciones a las posibilidades de inversión de las IIC podrían convertirse en un freno para que la inversión colectiva española pueda satisfacer las aspiraciones de una base de inversores cada vez más exigente y diversa”.

Con el objeto de reducir el número de categorías legales de IIC, la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, define a los fondos de inversión⁶ (FI) y sociedades de inversión⁷ (SICAV) como los únicos dos tipos de IIC financieras, eliminando con ello a los FIAMM como un tipo separado. Pero no es hasta finales de 2005, con la publicación del

6 Sustituirá a los Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM), los FIAMM y los diferentes FIM especializados: FIM especializado en valores no cotizados (FIME), FIM de Fondos (FIMF), FIM Principal (FIMP) y FIM Subordinado (FIMS).

7 Sustituirá a las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable (SIMCAV) y las diferentes SIMCAV especializadas: SIMCAV de Fondos (SIMCAVF), SIMCAV Principal (SIMCAVP) y SIMCAV Subordinada (SIMCAVS).

Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, cuando los FIAMM dejan de existir legalmente. Las disposiciones transitorias del citado reglamento establecen un plazo de un año desde su entrada en vigor para la adaptación de las entidades a la nueva normativa y declaran inalterado el régimen de comisiones⁸ de los FIAMM en tanto que no modifiquen su política de inversión, es decir, mientras que su política de inversión permita seguir considerándolos como tales.

Así, legalmente, desde noviembre de 2006 hasta la publicación de la Circular 1/2007, de 11 de julio, de la CNMV, no existían los fondos relacionados con el mercado monetario, periodo en el cual los antiguos FIAMM estuvieron incluidos en la categoría de “fondos de renta fija a corto plazo” pudiendo, por lo tanto, cambiar su política de inversión para adaptarse a la nueva categoría. El último FIAMM se dio de baja en febrero de 2007 y el primer fondo monetario bajo la nueva clasificación se dio de alta a finales de dicho año. Además, los fondtesoro⁹ FIAMM desaparecieron en enero de 2007 y los fondvalencia FIAMM en noviembre de 2006.

Por otra parte, desde la publicación de la Circular 2/1998, de 27 de julio, de la CNMV, sobre requerimientos de información estadística a las IIC de la Unión Monetaria Europea, se obliga a determinadas IIC, las que se encontraran en la lista de las instituciones financieras monetarias (IFM) publicada por el BCE (entre las que se incluían los FIAMM), a remitir periódicamente determinada información para ser utilizada por el BCE para el seguimiento de la política monetaria dentro de la Unión Económica y Monetaria. La Circular 1/2007, de 11 de julio, de la CNMV, sobre requerimientos de información estadística a las IIC de la Unión Europea, modifica parcialmente la Circular 2/1998 teniendo en cuenta la nueva denominación de fondos publicada en la Ley 35/2003. En la Circular 1/2007 se vuelven a definir los fondos monetarios con alguna diferencia respecto a los antiguos FIAMM. La primera información que debía presentarse ajustada a estos modelos correspondió al 31 de diciembre de 2007.

Según la Circular 1/2007, de 11 de julio, de la CNMV, se denominaba fondo monetario a todo fondo:

- Cuya política de inversión o vocación fuera monetaria, es decir, con una duración media de la cartera inferior a un año.
- Con una cartera cuyos activos cumplieran las siguientes condiciones:
 1. Que los activos no superaran los 18 meses hasta el vencimiento, salvo si eran de cupón variable referenciado a índices monetarios y con revisión al menos anual.
 2. Como máximo, el 40% de los activos podía tener un plazo remanente de amortización superior a un año.

8 Los FIAMM tenían unas comisiones máximas del 1%, distintas del resto de fondos mobiliarios, que era del 2,25%. Cuando los FIAMM dejan de considerarse un tipo distinto de IIC mobiliaria, las comisiones dejan de ser distintas al resto, fijándose en el 2,25%.

9 Los fondtesoros son fondos de inversión que invierten principalmente en Deuda del Estado. Sus sociedades gestoras firman con el Tesoro Público un convenio para la adquisición de la deuda. Se denominaban fondtesoros FIAMM si cumplían las condiciones para ser FIAMM, y fondtesoros FIM si no las cumplen.

3. Que no incluyeran activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no fuera de renta fija.
- Los activos estarían denominados en moneda euro, con un máximo del 5% en monedas no euro.

La Circular 1/2007 de la CNMV también señalaba que sería de aplicación tanto a aquellos fondos cuya política de inversión o vocación fuera la de invertir en compartimentos, fondos o sociedades de inversión monetarios¹⁰ como a aquellos compartimentos, fondos y sociedades de inversión que en cada momento se encontraran incluidos en la lista de instituciones financieras monetarias (IFM) publicada por el BCE.

Por otro lado, el artículo 30.2 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, determinaba que, a efectos estadísticos y de facilitar información sobre su perfil de riesgo y los activos en los que invertían, la CNMV establecería categorías de IIC en función de la vocación inversora de éstas dentro de los activos previstos en el artículo 30 de la Ley 35/2003. Con la Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la CNMV, se da cumplimiento a dicha previsión y se sustituye la clasificación existente de vocaciones inversoras disponible desde enero de 2002. Esta Circular ha entrado en vigor el 1 de abril de 2009.

La Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la CNMV, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora, que entró en vigor el 1 de abril de 2009, busca reducir el número de vocaciones inversoras existentes para proporcionar al inversor una información clara y concisa de la política de inversión de la IIC, así como para incorporar algunas matizaciones en las definiciones de algunas vocaciones de forma que se adecuen mejor a la situación real del sector de la inversión colectiva española. Una de las vocaciones que más se ha modificado es la monetaria. Además, la Circular 1/2009 menciona que todas aquellas IIC que cumplan los requisitos exigidos a los monetarios se clasificarán necesariamente en dicha vocación y añade otra importante novedad al restringir la denominación de «monetario» o similares únicamente a aquellas IIC que cumplan con las características de esta vocación, que son:

- Ausencia de exposición a renta variable, riesgo divisa y deuda subordinada
- Debe aceptar suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente.
- Duración media de la cartera inferior a 6 meses¹¹.
- Mínimo del 90% del patrimonio en instrumentos con vencimiento residual inferior a 2 años.
- Ausencia de instrumentos con vencimiento residual superior a 5 años.
- Ausencia de exposición a activos con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2 (por S&P o equivalente) o sin calificación crediticia específica cuyo emisor cuente con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2.

10 Por primera vez se permitía a los fondos monetarios invertir en otros compartimentos, fondos o sociedades de inversión monetarios, ya que los antiguos FIAMM no podían tener esta vocación.

11 La duración en los bonos con cupón variable se calcula computando sólo el periodo hasta la próxima revisión.

De forma adicional, los fondos monetarios deben cumplir las disposiciones comunes impuestas a las IIC de carácter financiero en el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. En concreto, los fondos se regulan en los artículos 36 y siguientes del citado Real Decreto.

El artículo 36 del mencionado Real Decreto describe los activos e instrumentos financieros aptos para la inversión de toda IIC de carácter financiero, mientras que el artículo 39 del RD 1309/2005 se centra en los requisitos para la inversión en instrumentos financieros derivados. En ambos casos, los requisitos están en concordancia con los activos y disposiciones fijados en la Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002.

El artículo 37 del Real Decreto 1309/2005 expone los requisitos que tienen que cumplir las inversiones en valores no cotizados. Los principales requisitos se centran en los párrafos e) y f) de dicho Real Decreto, que son:

- La inversión en valores no cotizados estará sujeta a las limitaciones siguientes:
 - a) Ninguna IIC podrá tener invertido más del 2% de su patrimonio en valores emitidos o avalados por una misma entidad.
 - b) Ninguna IIC podrá tener más del 4% de su patrimonio invertido en valores emitidos o avalados por entidades pertenecientes a un mismo grupo.
- A los efectos del cálculo del valor liquidativo, así como del cumplimiento de los porcentajes previstos en este artículo, los valores no cotizados adquiridos se valorarán conforme a su valor efectivo, de acuerdo a criterios de máxima prudencia y aplicando métodos valorativos generalmente admitidos en la práctica.

Por su parte, el artículo 38 del citado Real Decreto describe las limitaciones en las inversiones que las IIC de carácter financiero tienen que respetar con el objetivo de cumplir el principio de diversificación del riesgo. En concreto:

- La inversión en los activos e instrumentos financieros señalados en los párrafos a), b), h) y j) del artículo 36 emitidos o avalados por un mismo emisor no podrá superar el 5% del patrimonio.
- El anterior límite se ampliará:
 - a) Al 10%, siempre que la inversión en los emisores en los que supere el 5% no exceda del 40% del patrimonio de la IIC.
 - b) Al 35% cuando se trate de inversiones en valores emitidos o avalados por un Estado Miembro de la Unión Europea, una comunidad autónoma, una entidad local, un organismo internacional del que España sea miembro o por cualquier otro Estado que presente una calificación de solvencia otorgada por una agencia especializada en calificación de riesgos de reconocido prestigio, no inferior a la de España.

No obstante, las IIC podrán invertir hasta el 100% de su patrimonio en valores emitidos o avalados por un ente de los señalados en ese párrafo.

Cuando se desee superar el límite del 35%, en el folleto y en toda publicación de promoción de la IIC deberá hacerse constar en forma bien visible esta circunstancia, y se especificarán los emisores en cuyos valores se tiene intención de invertir o se tiene invertido más del 35% del patrimonio.

- c) Al 25% cuando se trate de inversiones en obligaciones emitidas por entidades de crédito cuyo importe esté garantizado por activos que cubran suficientemente los compromisos de la emisión y que queden afectados de forma privilegiada al reembolso del principal y al pago de los intereses en el caso de situación concursal del emisor. En todo caso, tendrán dicha consideración las cédulas y bonos hipotecarios¹², las cédulas territoriales¹³ los valores de carácter no subordinado emitidos por los fondos de titulización hipotecaria. El total de las inversiones en este tipo de obligaciones en las que se supere el límite del 5% no podrá superar el 80% del patrimonio de la IIC.
- Las anteriores ampliaciones no serán de aplicación cuando el objeto de la IIC sea desarrollar una política de inversión que:
- a) Replique o reproduzca un determinado índice de renta fija representativo de uno o varios mercados radicados en un Estado Miembro o en cualquier otro Estado, o de valores negociados en ellos.

En estos casos, la inversión en obligaciones del mismo emisor podrá alcanzar el 20% del patrimonio de la IIC. Este límite se podrá ampliar al 35% para un único emisor cuando concurren circunstancias excepcionales en el mercado que habrán de ser valoradas por la CNMV.

- b) Tome como referencia un determinado índice de renta fija representativo de uno o varios mercados radicados en un Estado Miembro o en cualquier otro Estado, o de valores negociados en ellos.

En estos casos, la inversión en obligaciones del mismo emisor podrá alcanzar el 10% del patrimonio de la IIC. Asimismo, se podrá invertir otro 10% adicional del patrimonio de la IIC en tales valores, siempre que se haga mediante la utilización de instrumentos financieros derivados negociados en mercados secundarios oficiales o extranjeros equivalentes. El límite conjunto del 20% en valores del mismo emisor se podrá ampliar al 35% cuando concurren circunstancias excepcionales en el mercado que habrán de ser valoradas por la CNMV.

12 Las cédulas hipotecarias son valores de renta fija emitidos por entidades de crédito (bancos y cajas) o sociedades de crédito hipotecario, garantizados de forma global por la cartera de préstamos hipotecarios de la entidad emisora. El volumen de cédulas emitido no puede superar el 90% de los capitales no amortizados de todos los créditos hipotecarios de la entidad aptos para servir de cobertura (dicho porcentaje se ha reducido al 80% en el artículo 24 del Real Decreto 716/2009, de 24 de abril, de regulación del mercado hipotecario y financiero). Suelen ser emisiones a medio plazo.

13 Las cédulas territoriales son valores de renta fija emitidos por entidades de crédito y cuyo capital e intereses están especialmente garantizados por los préstamos y créditos concedidos por el emisor al Estado, las Comunidades Autónomas, los Entes Locales, así como a los organismos autónomos y a las entidades públicas empresariales dependientes de los mismos o a otras entidades de naturaleza análoga del Espacio Económico Europeo.

Por su parte, los fondos monetarios dinámicos nacieron con el objetivo de batir la rentabilidad de los antiguos FIAMM, manteniendo una gestión muy conservadora aunque asumiendo un riesgo ligeramente superior. Así, son fondos que invierten en activos sin riesgo (como letras del tesoro o repos sobre deuda pública) pero, al mismo tiempo, realizan una gestión más dinámica con la finalidad de optimizar la ratio rentabilidad/riesgo buscando batir entre 100-150 puntos básicos al mercado monetario. En nuestro país, los fondos monetarios dinámicos nunca han pertenecido a la categoría con vocación monetaria. Antes de la entrada en vigor de la Circular 1/2009 se incluían dentro de los denominados fondos globales (que recogían el conjunto de fondos que no pueden clasificarse en otra categoría) y a partir de abril de 2009 se clasifican en la categoría de fondos de retorno absoluto, que incluye las IIC que se fijan como objetivo de gestión, no garantizado, conseguir una determinada rentabilidad/riesgo periódica.

2.3.2 Definición de fondo monetario en la legislación francesa

En Francia, las características que tienen que cumplir una IIC (tanto fondos como SICAV) para pertenecer a la clasificación de “monetaria” según el regulador francés vienen detalladas en la Instrucción nº 2005-02, de 25 de enero de 2005, relativa a los folletos que las IIC tienen que enviar a la Autorité des Marchés Financiers (AMF). En los artículos 27 y 28 de dicha Instrucción se definen las IIC monetarias euro y a las IIC monetarias con vocación internacional, respectivamente, como aquellas IIC:

- Gestionadas dentro de una horquilla de sensibilidad¹⁴ entre 0 y 0,5.
- En el epígrafe de “estrategia de inversión” del folleto deben hacer referencia a uno o varios indicadores del mercado monetario de la zona euro (para las IIC monetarias euro), o a uno o varios indicadores de un mercado monetario de un país no miembro de la zona euro o un indicador compuesto de diferentes mercados monetarios (para las IIC monetarias con vocación internacional).
- No pueden exponerse al riesgo de tipo de cambio.
- No pueden invertir en acciones.
- A diferencia de otros países, se les permite invertir en obligaciones convertibles¹⁵, aunque con ciertas limitaciones (permitiendo con ello un riesgo mayor).
- En el epígrafe de “perfil de riesgo” del folleto simplificado y completo deben exponer de forma clara y precisa todos los riesgos distintos al riesgo de tipo de interés, especialmente el riesgo de crédito y de liquidez.

Por su parte, el artículo 31 de la Instrucción nº 2005-02, de 25 de enero de 2005, de AMF, clasifica a las IIC monetarias dinámicas dentro de la categoría de IIC diversificadas, que recoge a aquellas IIC que no pueden ser clasificadas en ninguna de las demás categorías.

14 Para una IIC, una sensibilidad de 0,5 significa que su valor subirá (bajará) en torno al 0,5% en caso de una bajada (subida) de los tipos de interés de un 1%.

15 En España los fondos monetarios no pueden invertir en obligaciones convertibles, ya que éstas se valoran como si fueran un bono más una opción de compra de acciones de la empresa (aproximándolas esto último a la renta variable).

Las escasas limitaciones impuestas a los fondos monetarios domiciliados en Francia han permitido la existencia de fondos que, aun denominándose “monetarios”, asumen un riesgo mayor: los fondos dinámicos. Aunque el regulador francés no los diferencia en su clasificación, sí lo hace EuroPerformance, cuya clasificación, muy utilizada en el mercado francés, se basa en el objetivo de gestión de los fondos. Así, esta institución distingue:

1. IIC de tesorería regular: IIC cuyo objetivo es replicar el rendimiento del Eonia (tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día). Los fondos de esta categoría forman parte de la categoría de IIC monetarias de AMF.
2. IIC de tesorería internacional.
3. IIC de tesorería dinámica e IIC de tesorería dinámica plus: son productos que no intentan replicar estrictamente el rendimiento del Eonia y tienen una volatilidad mayor al resto, ya que son muy variables en las técnicas, en los activos y en las estrategias que utilizan para ofrecer un rendimiento mayor a otras IIC de tesorería. Los fondos de esta categoría pueden formar parte de varias categorías propuestas por AMF: IIC monetarias, IIC de obligaciones o IIC diversificadas. Como se verá en el siguiente apartado, las IIC dinámicas suponen el 5,9% del total de fondos monetarios que AMF comunicó al BCE en diciembre de 2008.

Como consecuencia de las dificultades observadas en las IIC monetarias domiciliadas en Francia durante la actual crisis financiera¹⁶, AMF constituyó un grupo de trabajo, compuesto por profesionales de la gestión, con el objetivo de proponer cambios en la regulación concerniente a las IIC monetarias. Con las recomendaciones aportadas por este grupo de trabajo y las observaciones expuestas por los principales representantes del mercado¹⁷, el 24 de febrero de 2009 AMF sometió su propuesta a consulta pública y espera publicar la versión final en el primer semestre de 2009, para que pueda entrar en vigor en el segundo semestre de este mismo año. Las medidas publicadas se centran en dos vertientes:

1. Se propone una definición más estricta de los activos susceptibles de ser adquiridos por las IIC monetarias. En concreto, se añaden tres criterios adicionales a la definición existente hoy en día para reducir la exposición al riesgo de liquidez y de crédito:
 - Vencimiento residual de los activos menor a dos años.
 - Vencimiento medio ponderado de la cartera inferior a un año.
 - Riesgo de crédito compatible al reducido nivel de riesgo global de la IIC.
2. Se propone una serie de exigencias nuevas en cuanto a la información suministrada a los inversores y a las condiciones de comercialización de estos productos. Son varias las propuestas añadidas:

16 Para un mayor detalle del efecto de la crisis financiera sobre los fondos monetarios domiciliados en Francia, véase el apartado 3.1.2.

17 Sociedades de gestión de fondos monetarios, representantes de la Comisión Nacional de Auditores de Cuentas, representantes de inversores institucionales y las comisiones consultativas de “actividades de gestión financiera” y “ahorradores y accionistas minoristas”.

- El folleto debe recoger de forma clara y precisa las restricciones de gestión de la IIC monetaria resaltando en todo momento: (i) si los activos susceptibles de ser adquiridos van a tener un vencimiento residual inferior a seis meses, (ii) si el vencimiento medio ponderado de la cartera es inferior a tres meses, y/o (iii) cuál va a ser la sensibilidad al tipo de interés máxima.
- Se pretende que las IIC domiciliadas en Francia no puedan utilizar el término “monetario”, o equivalente, a menos que respeten los criterios fijados por AMF. Exigencia que, si es finalmente introducida, afectará a los fondos monetarios dinámicos existentes en dicho país.
- A la hora de comercializar una IIC monetaria a inversores minoristas, la comercializadora: (i) no podrá asociar una IIC monetaria a una inversión sin riesgo, (ii) deberá explicar al inversor los distintos riesgos que la IIC asume, así como (iii) recalcar que cuanto mayor sea la rentabilidad de la IIC monetaria con respecto al tipo del mercado monetario descontadas las comisiones de gestión, más arriesgada será esa inversión.

Esta nueva definición llega tras varios años de debate sobre la necesidad de cambio en lo que respecta al término “monetario”, especialmente por la AFTE (Asociación Francesa de Tesoreros de Empresas) y la AFG (Asociación Francesa de la Gestión Financiera). En concreto, la AFTE aconsejaba realizar una verdadera separación entre las IIC monetarias que denomina “sin riesgo” y otras IIC con distintas formas de diversificación.

Por otra parte, el Reglamento General de AMF expone las limitaciones que conciernen al riesgo de contrapartida de una IIC mobiliaria. En concreto:

- Una IIC mobiliaria no puede invertir en activos de un mismo emisor más del 5% de su patrimonio.
- Los artículos R. 214-6 y R. 214-7 amplían el anterior límite:
 - a) Al 10% del patrimonio, siempre que el valor total de los instrumentos emitidos por varias entidades pertenecientes a un mismo emisor no sobrepase el 20% y siempre que el valor total de estos instrumentos no exceda del 40% del patrimonio.
 - b) Al 20% del patrimonio en depósitos bancarios.
 - c) Una IIC mobiliaria no puede invertir más del 20% del patrimonio en instrumentos de una misma entidad, en depósitos de la misma o en riesgo de contraparte de la misma.
 - d) Al 10% del patrimonio en participaciones o acciones de un mismo fondo de inversión.
 - e) Al 35% del patrimonio cuando son valores emitidos o garantizados por un Estado Miembro de la OCDE, por las administraciones territoriales de un Estado Miembro de la Comunidad Europea (CE) o parte del acuerdo del Espacio Económico Europeo (EEE), por un organismo internacional

con carácter público del que uno o varios Estados miembros de la CE o parte del acuerdo del EEE forman parte, o valores emitidos por el Fondo para la Amortización de la Deuda de la Seguridad Social¹⁸. Estos instrumentos no hay que tenerlos en cuenta a la hora de calcular los límites del 20% y del 40% mencionados en el apartado a).

- f) Al 25% del patrimonio si son obligaciones hipotecarias emitidas por sociedades de crédito hipotecarias u obligaciones emitidas por una entidad de crédito que tenga su sede social en un Estado Miembro de la CE o parte del acuerdo del EEE y sometido a un control público particular para proteger a los poseedores de estas obligaciones. El valor acumulado de estos activos no puede sobrepasar el 80% del patrimonio.
- g) Los límites fijados en los anteriores puntos no serán aplicables a las IIC mobiliarias que posean títulos provenientes de al menos seis emisiones diferentes de uno de los emisores mencionados en el apartado e), a condición de que los activos de una misma emisión no excedan el 30% del patrimonio.
- h) Si una IIC mobiliaria efectúa inversiones en instrumentos financieros garantizados emitidos por una entidad de las expuestas en los apartados e) y f), la acumulación de estas inversiones con aquellas efectuadas, dentro de los límites expuestos en a), en instrumentos financieros emitidos por la misma entidad, no puede sobrepasar el 35% del patrimonio.

2.3.3 Definición de fondo monetario en la legislación alemana

En Alemania los fondos con vocación monetaria nacieron en 1994 y su definición se especifica por el regulador alemán Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Los fondos monetarios serán aquellos que:

- Inviertan por lo menos el 85% del patrimonio en depósitos bancarios, instrumentos del mercado monetario (instrumentos que se comercializan de manera habitual en el mercado monetario y que en el momento de su adquisición tienen un plazo restante de 397 días como máximo, cuyo pago de intereses según las condiciones de la emisión sea al menos una vez en 397 días durante su vida total amoldándose a las condiciones del mercado o cuyo perfil de riesgo se corresponda al perfil de riesgo de un título semejante) o participaciones en fondos. Los derivados no se tienen en cuenta para estos límites.
- El inversor pueda exigir siempre la venta de la participación.

Cabe resaltar la semejanza entre la definición de fondo monetario publicada por el regulador alemán y la expuesta por el BCE, restringiendo en ambos casos el límite mínimo de inversión en determinados activos y el vencimiento máximo de los activos de la cartera.

18 Dicho Fondo (*Caisse d'amortissement de la Dette Sociale*) se estableció en 1996 como consecuencia de la reforma de la seguridad social introducida en 1995.

La Ley de Inversiones (InvG) publicada por BVI¹⁹ expone los límites en la inversión en un mismo emisor o emisores pertenecientes a un mismo grupo para limitar el riesgo de contraparte. Estos son:

- La sociedad de inversión puede invertir en valores e instrumentos del mercado monetario del mismo emisor hasta el 5% del patrimonio.
- Se puede invertirse hasta el 10% del patrimonio en valores e instrumentos del mercado monetario si ello está previsto en las condiciones del contrato y el valor total de dichos valores de este emisor no supera el 40% del patrimonio.
- La sociedad de inversión puede invertir hasta el 35% del patrimonio en instrumentos financieros emitidos o garantizados por el Estado, un Estado federado, la UE o sus corporaciones locales, otro Estado que forme parte del acuerdo sobre el Espacio Económico Europeo, un país tercero o una organización internacional a la que pertenezca al menos un Estado Miembro de la UE, siempre que esté previsto en las condiciones del contrato. Estos instrumentos no se tendrán en cuenta en la aplicación de los límites del 40% señalados en el anterior párrafo.
- La sociedad de inversión puede invertir hasta el 25% del patrimonio en cédulas hipotecarias, obligaciones municipales y obligaciones emitidas por entidades de crédito con sede en un Estado Miembro de la UE o en otro Estado que forme parte del acuerdo del Espacio Económico Europeo. Ello si las condiciones del contrato así lo prevén y si la entidad de crédito, en base a las normas legales de protección del titular de esta obligación, está sujeta a una supervisión pública especial. También se requiere que la entidad de crédito invierta el importe recibido de estas obligaciones, conforme a las normas legales, en valores: (i) que tengan la misma duración que las obligaciones y (ii) que, en caso de suspensión del emisor, el tenedor de las obligaciones tenga prioridad para los reintegros vencidos y el pago de los intereses esté asegurado.

Si la sociedad de inversión coloca más del 5% del patrimonio en obligaciones del mismo emisor, debe asegurarse de que el valor total de éstas no sobrepase el 80% del patrimonio.

- La sociedad de inversión puede colocar hasta el 20% del patrimonio en depósitos de una institución de crédito.
- La sociedad de inversión debe asegurarse de que la combinación de: (i) títulos o instrumentos del mercado monetario emitidos por una única institución, (ii) depósitos de esta institución y (iii) el importe del abono por el riesgo de la parte contratante que con esta institución ha concertado un negocio en derivados, no admitidos a negociación en una bolsa y no incluidos en otro mercado organizado, no superen el 20% del patrimonio respectivo.

La Ley de Inversiones (InvG) distingue entre fondos de inversión especiales y públicos. Los primeros son fondos que se basan en acuerdos entre inversores institucionales y la sociedad de inversión, mientras que los segundos son el resto de fondos.

19 La última versión fue publicada el 28 de diciembre de 2007.

La organización BVI (Bundesverband Investment und Asset Management) ofrece una categorización detallada de los fondos de inversión alemanes, aunque no tiene una definición pública de cada categoría. Hay que subrayar que dentro de los fondos de renta fija existe una subcategoría que denomina “próxima al mercado monetario”, lo cual puede generar confusión entre los inversores.

2.3.4 Definición de fondo monetario en la legislación italiana

En Italia, Assogestioni (Associazione del risparmio gestito) denomina a los fondos con vocación monetaria como “fondos de liquidez” y los define como aquellos fondos que:

- Invierten toda la cartera en obligaciones y en liquidez.
- Los activos de la cartera debe tener un *rating* no inferior a A2 (Moody’s), A (S&P) o un *rating* equivalente asignado por una agencia independiente. No pueden invertir en activos sin *rating*.
- La duración de la cartera debe ser inferior a seis meses.
- No permite la cobertura del riesgo de tipo de cambio.

A su vez, distingue varios tipos de fondos monetarios en función de la divisa de los activos de la cartera: fondos de liquidez del área euro, dólar, yen y otras divisas.

Por otra parte, cualquier fondo de inversión domiciliado en Italia tiene límites a la concentración de los riesgos. Las principales limitaciones son:

1. Límites a la inversión en instrumentos financieros de un mismo emisor. Un fondo no puede invertir más del 5% del patrimonio en instrumentos financieros de un mismo emisor. Tal límite se eleva:
 - a) Al 10% siempre que la inversión en los emisores en los que se supere el 5% del patrimonio no exceda del 40% del patrimonio del fondo. No se tienen en cuenta dentro de las inversiones superiores al 5% los puntos b) y c) siguientes.
 - b) Al 35% cuando el instrumento financiero está emitido o garantizado por un Estado Miembro de la UE, una entidad local o un organismo internacional de carácter público del que forme parte uno o varios Estados Miembros de la UE.
 - c) Al 100% en el caso de los instrumentos financieros mencionados en el anterior punto b), a condición de que: (i) el fondo tenga instrumentos financieros de al menos seis emisiones diferentes, (ii) el valor de cada emisión no supere el 30% del patrimonio, y (iii) la facultad de la inversión esté recogida en el reglamento.
2. Límites a la inversión en depósitos bancarios. Un fondo no puede invertir más del 20% del patrimonio en depósitos de un único banco. El límite será del 10% para depósitos del propio depositario. Con el fin de verificar tal límite no se

tiene en cuenta la liquidez poseída por el depositario en cumplimiento de la exigencia de liquidez.

3. Límites a la inversión en derivados OTC. Un fondo no puede tener una exposición a un derivado OTC con una contraparte superior: (i) al 10% del patrimonio si la contraparte es un banco, (ii) al 5% del patrimonio en otro caso.

2.3.5 Definición de fondo monetario en la legislación británica

The Financial Services (Regulated Schemes) Regulations 1991 y sus siguientes actualizaciones, publicadas por la FSA, se centran en la regulación sobre la inversión colectiva en el Reino Unido. En esta directiva se definen los fondos monetarios y se detallan los activos en los que pueden invertir y las limitaciones de dichas inversiones con el objetivo de asegurar que los fondos monetarios mantengan un alto nivel de liquidez. Dichas restricciones son:

- Activos en los que pueden invertir. Estos son:
 - a) Dinero y próximos del dinero.
 - b) Letras de cambio aceptadas por una entidad de crédito establecida en el Reino Unido o en otro Estado Miembro, si es reembolsable en 12 meses.
 - c) Valores que sean reembolsables en 12 meses, no subordinados y que o bien estén negociando en un mercado de valores elegible o hayan sido emitidos por una entidad de crédito establecida en el Reino Unido o en otro Estado Miembro.
 - d) Depósitos reembolsables en 6 meses.
- Límites a la inversión. Existen dos limitaciones a la inversión de determinados valores con el objetivo de tener una cartera más líquida:
 - a) Al menos el 50% del patrimonio debe estar constituido por instrumentos o depósitos tales que sean reembolsables en 2 semanas o se puedan transferir sin el consentimiento de terceras personas (cualquier emisor puede ser considerado como tercera persona para este propósito).
 - b) Como máximo el 80% del valor puede estar constituido por valores transferibles.
- Límites al riesgo de contraparte. Estos son:
 - a) Como máximo, el 5% del patrimonio puede estar constituido por instrumentos emitidos por un mismo emisor, a excepción de los valores emitidos por el Gobierno y otros valores públicos.
 - b) Como máximo, el 30% del patrimonio puede estar constituido por valores emitidos por el Gobierno y otros valores públicos del mismo emisor.
 - c) Si más del 35% del patrimonio está constituido por valores del Gobierno y otros valores públicos, esos valores deben ser al menos de seis emisiones diferentes.

- d) Como máximo, el 10% del patrimonio puede estar en depósitos con cualquier individuo. Para este propósito, la entidad depositaria y sus asociados son considerados como un individuo, y la sociedad gestora y sus asociados como otro.
- e) El 10% del apartado anterior puede ser ampliado al 20% si el individuo es una entidad de crédito establecida en el Reino Unido o en otro estado miembro, distinta a la entidad depositaria y sociedad gestora, siempre que la cantidad del depósito no exceda el 10% del capital y reservas emitidas por el individuo publicadas en sus últimas cuentas anuales.
- f) Los últimos dos apartados no se aplican si el fondo tiene depositadas menos de 500.000 libras.
- g) Como máximo, el 10% del patrimonio puede estar constituido por obligaciones no convertibles de un emisor privado.
- h) Como máximo, el 10% del patrimonio puede estar constituido por obligaciones convertibles de un emisor privado.

2.3.6 Comparación de definiciones a nivel europeo

Como se ha descrito en los anteriores apartados, en Europa existen diferentes definiciones de fondos con vocación monetaria (véase un resumen en el cuadro 1). Debido al cumplimiento de la Directiva 2001/108, las distintas definiciones de fondo monetario expuestas por distintos reguladores apenas difieren ni en los activos aptos para poder invertir ni en las limitaciones del riesgo de contrapartida. Así, las diferencias en las distintas definiciones se deben a la existencia o no de restricciones en lo que respecta a los riesgos de crédito, de liquidez (aproximado éste por el vencimiento de la cartera y el de los activos en cartera), de tipo de interés o de tipo de cambio.

En España, mientras que la definición de fondo monetario propuesta en la Circular 1/2007 se centraba únicamente en limitar la exposición al riesgo de liquidez y al riesgo de tipo de cambio, la nueva definición de la Circular 1/2009 trae como principales novedades la introducción de limitaciones en la exposición al riesgo de crédito (dependiendo de la calificación crediticia), la completa eliminación de la exposición al riesgo divisa, así como una mayor restricción en la duración media de la cartera aun permitiendo invertir en activos con un mayor vencimiento residual.

Los criterios que definen los fondos monetarios en el mercado francés no son muy precisos, comparados con los expuestos en otras jurisdicciones, y se centran en restricciones diferentes a las de otros supervisores (restringe el riesgo de tipo de interés y centra el objetivo de gestión de la IIC). Es destacable que, a diferencia de otros países, se les permite invertir en obligaciones convertibles, aunque con ciertas limitaciones, posibilitando con ello un riesgo mayor. La propuesta de definición publicada por AMF a principios de 2009 añade tres criterios adicionales a la definición existente hoy en día para reducir la exposición al riesgo de liquidez y de crédito. Si esta propuesta es finalmente introducida, la definición de fondo monetario en Francia cambiará drásticamente, pasando a ser similar a las definiciones aportadas por otros reguladores europeos.

Las últimas definiciones introducidas por los reguladores de España y Francia en 2009 incluyen la exclusividad de la denominación de “monetario” o similares a las IIC que cumplan las características de esta vocación. Ni Italia ni Alemania recogen esta limitación.

En Italia, la definición de los fondos relacionados con el mercado monetario se centra principalmente en la duración de la cartera y en los activos en los que pueden invertir (restringiéndolos en función de la calidad crediticia) y prohibiendo la inversión en activos sin *rating*. A su vez, se distinguen varios tipos de fondos monetarios en función de la divisa de los activos de la cartera, sin permitir la cobertura del riesgo de tipo de cambio.

En Alemania, la definición de fondo monetario se basa en los activos en los que pueden invertir y en su vencimiento remanente. Como peculiaridad, y a diferencia del resto de países analizados, no restringe el vencimiento de la cartera. Esta definición se asemeja a la propuesta por el BCE.

El regulador inglés define a los fondos monetarios restringiendo los activos en los que pueden invertir, así como el vencimiento remanente de dichos activos. Como peculiaridad destaca que impone limitaciones a la inversión de determinados valores con el objetivo de tener una cartera más líquida. En concreto, al menos el 50% del patrimonio debe estar constituido por valores o depósitos reembolsables en dos semanas.

Aparte de las distintas definiciones de fondo con vocación monetaria, el cuadro 1 recoge la fiscalidad de estas inversiones en distintos países. A nivel europeo destacan los mayores tipos impositivos de Alemania y Francia, comparados con España e Italia.

Principales características de los fondos de inversión monetarios para distintas jurisdicciones

CUADRO 1

	España	España (Circular 1/2009)	Francia	Francia (propuesta 2009)	Italia	Alemania	Reino Unido	EEUU
Restricción en uso "monetario"	NC	Sí	NC	Sí	NC	NC	NC	Sí
Riesgo de crédito / Política de inversión (activos en los que pueden invertir)	NC	- Activos con <i>rating</i> a corto plazo \geq A2 por S&P (o equivalente) - Activos sin <i>rating</i> cuyo emisor <i>rating</i> \geq A2	NC	Riesgo de crédito compatible con el reducido nivel de riesgo global de la IIC	- Activos con <i>rating</i> a corto plazo \geq A2 por Moody's, A por S&P (o equivalentes) - No pueden invertir en activos sin <i>rating</i>	85% del patrimonio: - Depósitos bancarios - Instrumentos del mercado monetario - Otros fondos monetarios	- \geq 50% valores/depositos reembolsables en 2 semanas - \leq 80% valores transferibles	Pueden ser valores: - <i>First Tier</i> - <i>Second Tier</i> restringido - Elegibles - Sujetos a garantías - Sujetos a características de dda. condicional
Riesgo de liquidez (vencimiento de la cartera)	Duración (modificada) media de la cartera \leq 1 año	Duración (modificada) media de la cartera \leq 6 meses	NC	Vencimiento medio ponderado \leq 1 año (resaltar en folleto si \leq 3 meses)	Duración de la cartera \leq 6 meses	NC	NC	Vencimiento medio ponderado por dólar \leq 90 días
Riesgo de liquidez (vencimiento remanente de los activos de la cartera)	\leq 18 meses (excepto: cupón variable referenciado a índice; revisión \leq 1 año) Límite: máx. 40% de activos plazo $>$ 1 año	- \geq 90% del patrimonio debe ser $<$ 2 años - Resto: \leq 5 años	NC	\leq 2 años (resaltar en el folleto si \leq 6 meses)	NC	$<$ 397 días (para activos dentro del 85% del patrimonio)	\leq 12 meses	Puede ser: - \leq 397 días - Valores del gobierno: \leq 762 días (si el fondo no usa el método del coste amortizado)
Riesgo de contraparte (límite inversión en un mismo emisor)	General: \leq 5% del patrimonio Ampliable: - 10% si $>$ 5% no excede del 40% del patrimonio - 35% si emitido o avalado por una entidad pública (hasta 100% en determinados casos) - 25% si emitidas por entidades de crédito garantizadas por activos	General: \leq 5% del patrimonio Ampliable: - 10% (si mismo grupo \leq 20%, máximo 40% patrimonio) - 35% si emitido o avalado por una entidad pública - 10% en otros fondos - 25% valores hipotecarios (máximo 80% patrimonio)	General: \leq 5% del patrimonio Ampliable: - 10% si $>$ 5% no excede 40% del patrimonio - 35% si emitido/avalado por entidad públ. (hasta 100% en determinados casos) - 10% expos. derivado OTC si contraparte banca, si no 5% del patrimonio	\leq 5% del patrimonio Ampliable: - 10% si $>$ 5% no excede 40% del patrimonio - 35% si emitido/avalado por entidad públ. - 25% valores hipotecarios	\leq 5% del patrimonio Ampliable: - 10% (máx. 40% del patrimonio) - 35% si emitido/avalado por entidad públ. - 25% valores hipotecarios si $>$ 5% no excede 80% del patrimonio	\leq 5% del patrimonio Ampliable: - 10% si valores públ. - 10% si depositos - 10% si obligaciones no convertibles - 10% si obligaciones convertibles	Depende de valores: - <i>First Tier</i> : \leq 5% - <i>Second Tier</i> : \leq 1% (máximo 1 millón \$) - Sujetos a características de la dda. o garantía: i. General: \leq 10% ii. <i>Second Tier</i> : \leq 5%	
Riesgo de tipo de interés (horquilla de sensibilidad)	NC	NC	0-0,5% (resaltar en folleto cuáles)	NC	NC	NC	NC	NC
Riesgo de tipo de cambio	$<$ 5% en moneda no euro	No	NC (Existen tipos: vocación euro/internacional)	NC (existen tipos) (no admitida su cobertura)	NC (existen tipos)	NC	NC	No
Objetivo de gestión	NC	NC	Referencia: indicador del mdo. monetario euro (IIC euro) o no euro/compuesto (IIC internacional)	NC	NC	NC	NC	NC
Fiscalidad fondo¹	1%	0%	0%	12,5% sobre total ³	0%	0%	0%	0%
Fiscalidad inversor	Minoristas: 18% Institucionales: 30% (en momento de la cesión)	Depende tipo de IIC: - IIC de capitalización: 27% en momento de la cesión si $>$ umbral anual de cesiones ² - IIC de distribución: tipo personal cada año	Depende tipo de IIC: - IIC de capitalización: 27% en momento de la cesión si $>$ umbral anual de cesiones ² - IIC de distribución: tipo personal cada año	Impuesto personal s/ intereses o dividendos sólo si $<$ 1 año ⁴	Impuesto personal s/ intereses o dividendos (puede ser compensado)	Impuesto personal s/ intereses o dividendos (puede ser compensado)	Impuesto personal s/ intereses o dividendos (puede ser compensado)	Varia según el tipo de fondo - Pago anual con intereses o dividendos

Fuente: Elaboración propia.

NC: No consta.

(1) Para una mayor información, véase Ramírez, E. (2009).

(2) En 2007, este umbral era de 20.000 euros, revalorizándose cada año.

(3) Los impuestos son retenidos por el fondo antes de publicar el valor liquidativo, por lo que los difusores de información recalculan el valor liquidativo bruto de las retenciones fiscales para permitir la comparación internacional.

(4) A partir del 1 de enero de 2009 el impuesto es el personal sobre cualquier ganancia, con un máximo del 25%, independientemente del tiempo de tenencia.

2.4 Definición de fondo monetario según el regulador de Estados Unidos

La definición de fondo monetario en Estados Unidos está recogida en la Regla 2a-7 de la Ley de Sociedades de Inversión (Investment Company Act) de 1940 y fue adoptada por la Securities and Exchange Commission (SEC) en 1983, tras el estallido de la popularidad de los fondos monetarios a finales de los setenta por las atractivas rentabilidades que ofrecían.

Antes de entrar a examinar las restricciones legales impuestas a los fondos monetarios domiciliados en Estados Unidos, cabe mencionar dos peculiaridades que los diferencian de los fondos monetarios europeos situándolos en una inversión más próxima al dinero que en el área euro.

Por una parte, los fondos monetarios americanos pretenden tener una reputación de seguridad, tratando de mantener el valor liquidativo (NAV, *Net Asset Value*) estable en un dólar²⁰. Por lo tanto, el beneficio que obtienen los inversores se debe tanto al pago de dividendos como a la distribución de ganancias de capital (netas de pérdidas) por parte del fondo. Mientras el primero refleja la evolución de los tipos de interés a corto plazo, ya que corresponde a los dividendos e intereses de los valores de la cartera del fondo, el segundo se produce como consecuencia de variaciones en el precio de los valores de la cartera en el momento de su venta. En general, los fondos suelen dar la opción de cobrar el importe o reinvertirlo obteniendo más acciones (generalmente, sin tener que pagar comisiones). Aunque el NAV puede disminuir (lo que se conoce como *break the buck*), históricamente sólo ha ocurrido dos veces: en 1994 y en septiembre de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers. Esta garantía de conseguir por lo menos el capital invertido no es una obligación legal, pero tradicionalmente los gestores han rescatado fondos monetarios con problemas por miedo a que se produjeran huidas de dinero de los fondos monetarios e incluso de otros fondos gestionados por ellos.

Por otra parte, en lo que respecta a la liquidez de estos activos, los inversores de fondos monetarios tienen acceso a ciertos servicios ofertados por los *sponsors*, similares a los ofrecidos por los bancos con sus depósitos. Entre estos destaca que el inversor pueda escribir cheques contra las cuentas en fondos monetarios sin tener que vender las participaciones y esperar uno o dos días para su liquidación.

La Regla 2a-7 empieza restringiendo las tenencias y usos de los nombres y títulos de los fondos monetarios. Así, se considerará una declaración falsa o engañosa si una IIC registrada: (i) se presenta a los inversores como si fuera un fondo monetario o equivalente, por ejemplo mencionando términos como ‘efectivo’, ‘liquidez’, ‘dinero’ o similares; y/o (ii) adopta el término “mercado monetario” como parte de su nombre o título u otro equivalente que sugiera que es un fondo monetario. Como ya se ha visto, en Europa hasta 2009 no existían estas limitaciones, ya introducidas en el caso de España y Francia.

En general, la Ley de Sociedades de Inversión (Investment Company Act) obliga a los fondos de inversión a calcular el valor liquidativo valorando los activos de la cartera a valor de mercado si cotizan, o a valor justo según el Consejo de Administración del

20 Aunque existen unos pocos fondos que buscan mantener el valor liquidativo estable en 10 dólares por acción.

fondo si no cotizan. Los fondos monetarios están exentos de esta disposición y, para mantener estable el precio por acción, pueden usar dos métodos distintos de valoración: el método del coste amortizado (*Amortized Cost Method*) y/o el método de valoración a precio de mercado del redondeo al penique (*Penny-Rounding Method*). El primero es un método de cálculo del patrimonio de una IIC según el cual los activos de la cartera se valoran según el coste de adquisición ajustado por la amortización de la prima o adición de descuento en vez del valor basado en factores de mercado actuales. Por su parte, el método del redondeo al penique es un método de cálculo del precio por acción de una empresa de inversión según el cual los activos de la cartera se valoran a valor de mercado, a valor justo o a coste amortizado, y el valor liquidativo se redondea al 1% más cercano (o, análogamente, al céntimo de dólar más cercano, un penique). La Regla 2a-7 expone un conjunto de procedimientos que los fondos monetarios tienen que cumplir en relación a los distintos métodos de valoración.

La Regla 2a-7 impone las condiciones de vencimiento, calidad y diversificación que tienen que cumplir los fondos monetarios con el objeto de minimizar la posible desviación entre el valor liquidativo estable del fondo (un dólar) y el valor de mercado de su cartera. Los principales requisitos que los fondos monetarios domiciliados en Estados Unidos tienen que cumplir son:

1. Vencimiento de la cartera. Los fondos monetarios deben mantener un vencimiento de la cartera medio ponderado por dólar apropiado para su objetivo de mantener estable el valor liquidativo o el precio por acción. Como máximo, el vencimiento puede ser de 90 días.
2. Vencimiento de los activos de la cartera. Los fondos monetarios no podrán adquirir ningún instrumento con un vencimiento remanente mayor a 397 días. Como excepción, los fondos monetarios que no usen el método del coste amortizado podrán adquirir valores del gobierno con un vencimiento remanente de 762 días como máximo.
3. Calidad de la cartera. Los fondos monetarios tienen limitados los valores en los que pueden invertir y la tenencia máxima según tipos de valores definidos por la propia Regla 2a-7:
 - i. Los fondos monetarios deben realizar sus inversiones en aquellos valores denominados en dólares americanos que el Consejo de Administración determine que presentan mínimo riesgo de crédito (su decisión debe basarse en factores pertenecientes a la calidad del crédito además de la calificación asignada por cualquier agencia de *rating* reconocida, NRSRO²¹).
 - ii. Valores *Second Tier*²². Los fondos monetarios tienen límites en la inversión en estos valores, ya que son activos de peor calidad. Los límites difieren para distintos fondos:
 - Los fondos gravables de impuestos no pueden invertir más del 5% de su patrimonio en estos valores.

21 *Nationally Recognized Statistical Rating Organization.*

22 Los valores *Second Tier* son valores distintos a los *First Tier*, cuya definición aparece en una nota posterior.

- Los fondos exentos de impuestos no pueden invertir más del 5% de su patrimonio en valores *conduit* que son *Second Tier*. Estos son valores emitidos por un emisor municipal²³ que involucra un acuerdo de forma directa o indirecta con una persona, distinta de un emisor municipal, cuyo acuerdo asegura un pago, excepto ciertas excepciones.
- iii. Valores sujetos a garantías. Estos valores serán considerados valores *First Tier*²⁴ o valores elegibles²⁵ únicamente si la garantía es un valor *First Tier* o elegible.
- iv. Valores sujetos a características de la demanda condicional²⁶. Estos valores serán considerados valores *First Tier* o valores elegibles sólo si:
 - La característica de la demanda condicional es un valor *First Tier* o elegible.
 - En el momento de adquisición del valor subyacente, el Consejo de Administración del fondo monetario determina que hay mínimo riesgo de que las circunstancias que resultarían en la característica de la demanda condicional no siendo ejecutables ocurran, y: (1) las

23 Cualquier Estado o territorio de los Estados Unidos, incluido el Distrito de Columbia, o cualquier subdivisión política o cualquier órgano subsidiario de un Estado o territorio de los Estados Unidos creado para un propósito específico (*public instrumentality*).

24 Los valores *First Tier* recogen aquellos valores: (i) con uno de los mayores *ratings* a corto plazo; o (ii) sin *rating* pero con calidad comparable a otros valores con uno de los mayores *ratings* a corto plazo; o (iii) emitidos por otro fondo monetario; o (iv) emitidos por el Gobierno.

25 Según la Regla 2a-7, los valores elegibles son:

1. Valores con un vencimiento remanente de 397 días o menos con uno de los dos mayores *ratings* a corto plazo.
2. Valores sin *rating* pero con calidad comparable a otros valores con uno de los dos mayores *ratings* a corto plazo.

Sin embargo no será un valor elegible: (i) un valor sin *rating* que originalmente tuvo un vencimiento remanente mayor a 397 días, actualmente tiene un vencimiento remanente de 397 días o menos y al que le ha sido asignada una calificación crediticia a largo plazo que no es una de las tres mayores categorías; (ii) una titulación respaldada por activos que no tenga una calificación de una NRSRO, excepto si consisten en obligaciones de uno o más emisores municipales (un Estado o territorio de EEUU).

3. Por lo que respecta a valores sujetos a características de la demanda o garantía: (i) la garantía ha recibido un *rating* o está emitida por un garante que ha recibido un *rating* con respecto a la clase de obligaciones de deuda que es comparable en prioridad y seguridad a la garantía; a menos que la garantía esté emitida por una persona que, directa o indirectamente, controla, está controlada o tiene un control común con el emisor del valor sujeto a garantía, el valor sujeto a garantía sea un repo completamente colateralizado, o la garantía sea un valor del Gobierno; (ii) el emisor de la característica de la demanda o de la garantía, u otra institución, tiene que notificar de inmediato al poseedor del valor en el caso de que la característica de la demanda o la garantía sea sustituida por otra.

26 La característica de la demanda es: (1) Una característica que permite al poseedor del valor venderlo a un precio de ejercicio aproximadamente igual al coste amortizado del valor más los intereses devengados, si los hubiera, en el momento de ejecución. Debe ser ejercido, bien en cualquier momento y a no más de 30 días desde el aviso, bien en intervalos especificados no mayores a 397 días y en un plazo no mayor a 30 días desde el aviso. (2) Una característica que permite al poseedor de titulaciones respaldadas por activos recibir incondicionalmente el principal y los intereses en el plazo de 397 días desde el día que lo solicita. A su vez, una característica de la demanda incondicional es una característica de la demanda que por sus términos será fácilmente ejercitable en el caso de *default* en el pago del principal o intereses del valor o valores subyacentes. Por su parte, una característica de la demanda condicional es una característica de la demanda no incondicional. Esta última no es una garantía.

condiciones que limitan la ejecución pueden ser fácilmente controladas por el fondo o bien estar relacionadas con los impuestos, bajo la ley federal, estatal o local, de los pagos de intereses del valor; (2) los términos de la característica de la demanda condicional requieren que el fondo reciba un aviso del acontecimiento de la condición y la oportunidad de ejecutar la característica de la demanda de acuerdo a sus términos.

- El valor subyacente o cualquier garantía de dicho valor (o los valores de deuda del emisor del valor subyacente o garantía comparable en prioridad y seguridad con el valor subyacente o garantía) ha recibido: (i) uno de los dos mejores *ratings* a corto o a largo plazo, según el caso, de las agencias de *rating* reconocidas, NRSRO (dentro de los cuales podrían haber subcategorías o gradación indicando posiciones relativas); o (ii) no tiene *rating* pero el Consejo de Administración del fondo determina que tiene una calidad comparable con un valor que ha recibido un *rating* por las agencias NRSRO dentro de los dos mayores niveles de *ratings*.
4. Diversificación con respecto a los emisores. Los fondos monetarios deben diversificar con respecto a los emisores de los valores que adquieren, excepto en el caso de valores del Gobierno y valores sujetos a garantía emitida por personas no controladas²⁷.
- Límites en la inversión en determinados valores, entre ellos los valores *First Tier*, según el tipo de fondo:
 - i. Fondos nacionales y sujetos a impuestos. Exceptuando los fondos que invierten todo en un único Estado, el resto no puede invertir más del 5% del patrimonio en valores emitidos por un mismo emisor. Aunque pueden invertir hasta el 25% del patrimonio en valores *First Tier* de un mismo emisor por un periodo máximo de tres días laborables.
 - ii. Fondos que invierten todo en un único Estado. Con respecto al 75% del patrimonio, esos fondos no pueden invertir más del 5% del patrimonio en valores emitidos por un mismo emisor. En cuanto al 25% restante, no podrán invertir más del 5% del patrimonio en valores del mismo emisor a menos que sean valores *First Tier*.
 - Límites en las inversiones en valores *Second Tier* según el tipo de fondo:
 - i. Fondos sujetos a impuestos. No pueden invertir más del 1% del patrimonio, con un máximo de un millón de dólares, en valores *Second Tier* emitidos por un mismo emisor.
 - ii. Fondos exentos de impuestos. No puede invertir más del 1% del patrimonio, con un máximo de un millón de dólares, en *conduits* *Second Tier* emitidos por un mismo emisor.

27 Son garantías emitidas por: (i) una persona que, directa o indirectamente, no controla ni es controlada por el emisor del valor sujeto a garantía; o (ii) un *sponsor* de un *Special Purpose Entity* con respecto a titulizaciones respaldadas por activos.

Adicionalmente, la mayoría de fondos monetarios domiciliados en Estados Unidos tienen asignado un *rating* por una agencia de calificación crediticia que impone restricciones más estrictas que la Regla 2a-7 en las estrategias de inversión y en la composición de la cartera para alcanzar el máximo *rating*. Entre las restricciones más estrictas destacan la mayor calidad de la cartera y el menor vencimiento medio ponderado de la cartera.

Standard & Poor's asigna a un fondo monetario su máximo *rating* (AAAm) si invierte al menos el 50% de su cartera en activos con un *rating* a corto plazo de A-1+, y el resto debe estar considerado al menos A-1. Por otra parte, Moody's requiere que, mientras que un fondo puede sólo invertir en activos con *rating* al menos P1 (el equivalente a A-1), el riesgo global de una inversión en un fondo monetario clasificado como Aaa debe ser no mayor al riesgo de una inversión en obligaciones de renta fija durante 13 meses clasificadas como Aaa. Moody's calcula las pérdidas esperadas para decidir si un menor *rating* de crédito puede ser compensado por un vencimiento residual menor. Ambas agencias de calificación exigen un vencimiento medio ponderado de la cartera inferior a 60 días (frente a los 90 días impuestos por la Regla 2a-7). Adicionalmente, las agencias analizan la liquidez, la filosofía de la gestión y los controles internos para alcanzar una visión general de la calidad de la inversión.

Por otra parte, el conjunto de fondos monetarios domiciliados en Estados Unidos se pueden dividir según dos clasificaciones:

1. **Según el perfil del inversor:**

- **Fondos institucionales.** Son fondos con una inversión mínima mayor y con unas comisiones menores para las distintas clases de acciones.
- **Fondos minoristas.** Son fondos ofrecidos principalmente a individuos con recursos más pequeños.

2. **Según la fiscalidad:** En Estados Unidos se paga impuestos por la distribución de las ganancias de capital y los dividendos pagaderos en el año en el que se reciben, al igual que por las ganancias obtenidas en el momento de vender las acciones del fondo. Relacionado con esto, el total de fondos monetarios se dividen en dos grupos principales, según estén exentos del pago de impuestos o no, y, dentro de cada uno existen subcategorías en función del tipo de emisor de los activos de la cartera.

- Fondos exentos de impuestos. Este tipo de fondos están exentos del pago de impuestos por los dividendos obtenidos, de forma parcial o total. Sin embargo, se suele pagar impuestos sobre las ganancias de capital distribuidas. A su vez se dividen en:
 - i. **Nacionales.** Buscan conseguir la renta no gravada por el gobierno federal invirtiendo en valores municipales con vencimientos relativamente cortos.
 - ii. **Estatales.** Invierten principalmente en obligaciones municipales a corto plazo de un solo Estado, que están exentas de impuestos sobre la renta federales y estatales para los residentes de ese Estado.

- **Fondos gravables.** A su vez se dividen en:
 - i. **Del Gobierno.** Invierten principalmente en obligaciones del Tesoro de EEUU a corto plazo y otros instrumentos financieros a corto plazo emitidos o garantizados por el Gobierno de EEUU, sus organismos o dependencias. Dentro de estos estarían los fondos que invierten sólo en letras, que es el tipo de fondo monetario más seguro.
 - ii. **No gubernamentales.** Invierten en una variedad de instrumentos del mercado monetario, incluidos certificados de depósitos de grandes bancos, pagarés y aceptaciones bancarias.

En Estados Unidos los fondos monetarios dinámicos son fondos de bonos con un perfil similar a los fondos monetarios, ya que su objetivo es proveer de liquidez y preservar el principal, pero que: (i) invierten en un conjunto de activos más amplio, que no cumplen las restricciones de la Regla 2a-7 de la SEC; (ii) tienen el objetivo de obtener rendimientos superiores; (iii) su liquidez es menor; y (iv) no buscan como objetivo destacado mantener estable el NAV (aunque lo suelen mantener cercano a un dólar, fluctúa por debajo y por encima con frecuencia). Estos fondos no se consideran sustitutos de los fondos monetarios, sino que se pueden situar entre el dinero y los bonos a corto plazo (véase cuadro 2).

Principales características de distintas inversiones en Estados Unidos CUADRO 2

	Monetarios	Monetarios dinámicos	Bonos corto plazo
Duración objetivo de la cartera	Máximo 90 días	6 meses – 1 año	1,75 – 2 años
Calidad media de la cartera	AAA	AA	AA
Inversiones elegibles	2 a -7	A o mejor	BBB o mejor
Vencimiento máximo por emisión	397 días	2 – 3 años	nd
Objetivo (<i>benchmark</i>)	Letras Tesoro 3 meses	Índice 1 año	Gobierno/Crédito 1 - 3 años

Fuente: Northern Trust (octubre 2005).

nd: No disponible.

De forma resumida, la definición de fondos monetarios en Estados Unidos es muy detallada, centrándose en el riesgo de crédito y de liquidez (aproximado por el vencimiento de la cartera y de los activos). Comparándola con las definiciones existentes en Europa, destaca la importancia dentro de la definición del *rating* de los activos de la cartera, así como la existencia de un menor vencimiento tanto de la propia cartera como de los activos dentro de ella.

3 Efectos de la actual crisis financiera sobre los fondos monetarios

Una vez conocidas las restricciones legales y prácticas de los fondos de inversión monetarios en distintas jurisdicciones, el objetivo de este apartado es analizar las características y el funcionamiento de este producto en distintos países, que han provocado que la actual crisis les haya afectado de forma desigual.

3.1 Efectos en los fondos monetarios de la zona euro

Pese a que en la zona euro se ha perseguido la homogeneización de las restricciones de los fondos monetarios, la actual crisis financiera ha destapado importantes diferencias entre países. Para poner de relieve este hecho, se van a analizar las características y los efectos de la crisis financiera país a país para finalizar con una comparación internacional.

3.1.1 Los fondos monetarios domiciliados en España

En España los fondos con vocación monetaria alcanzaron su máximo auge en 1997, tanto en el número de fondos como en su patrimonio (véase gráfico 1). Este último llegó a representar el 12% del PIB a finales de 1997, frente al 2,6% alcanzado en 2008. Los fondos monetarios, que nacieron tras la publicación de la Circular 1/2007, de 11 de julio, de la CNMV, no han conseguido registrar las cifras logradas por los FIAMM, ni en el número de fondos ni en el patrimonio.

Desde 1997 el número de fondos de inversión del mercado monetario (FIAMM) se fue reduciendo debido, principalmente, a fusiones entre ellos. En concreto, a partir de la publicación del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que dejan de existir legalmente los FIAMM, el número de fondos fue decreciendo progresivamente debido a cambios de vocación y, en menor medida, a fusiones entre ellos previas al cambio de vocación²⁸. El último FIAMM se dio de baja a principios de 2007 mientras que los nuevos fondos monetarios, que nacieron legalmente con la publicación de la Circular 1/2007, empezaron a darse de alta a finales de dicho año.

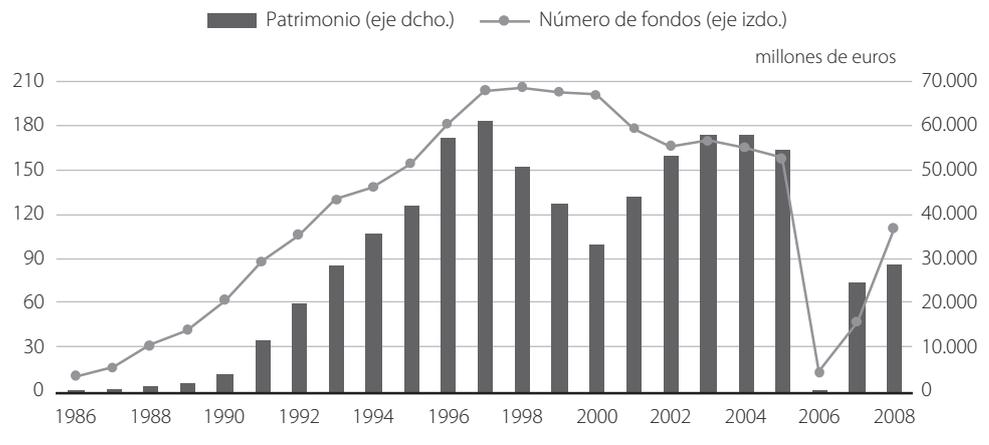
El patrimonio de los FIAMM descendió de forma considerable en los tres años posteriores al máximo histórico alcanzado en 1997, debido principalmente a los fuertes reembolsos producidos por los inversores en un periodo en el que las inversiones se dirigieron a la renta variable, sobre todo internacional. Tras estos años, el patrimonio de los fondos con vocación monetaria fue ganando peso hasta la supresión de los

28 La mayoría pasó a la vocación renta fija corto plazo.

FIAMM. A finales de 2008, el número de fondos monetarios era similar al registrado en 1992 aunque con un patrimonio ligeramente mayor al de entonces.

En España, son los inversores minoristas los que invierten principalmente en los fondos monetarios; de hecho, a septiembre de 2008 poseían el 83% del patrimonio total. Esto se debe a que en los orígenes de los fondos de inversión en España, la inversión por parte de las empresas en fondos monetarios tenía un tratamiento contable y fiscal que reducía su atractivo en comparación con otros fondos de inversión, por lo que aquellas preferían colocar sus puntas de tesorería en fondos de inversión de renta fija a corto plazo y no en los FIAMM. Hoy en día, aunque estas diferencias fiscales no existen, los inversores institucionales no han cambiado de política de inversión²⁹.

Número y patrimonio de los fondos monetarios españoles registrados* GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

* Recoge el total de fondos monetarios que están registrados al final del periodo indicado.

El gráfico 2 muestra la rentabilidad media y su dispersión en el caso de los fondos monetarios domiciliados en España, junto con el tipo de interés Eonia a un día desfasado seis meses. Estudiando la dispersión se pretende examinar las diferencias en las rentabilidades de los distintos fondos domiciliados en el país. Para ello se analizan el primer y el tercer cuartil, los cuales muestran la rentabilidad por debajo de la cual queda el 25% y el 75% de los fondos con menor rentabilidad, respectivamente.

La evolución de la rentabilidad media de los fondos monetarios españoles es paralela a la del tipo Eonia a un día desfasado seis meses. En los años previos al estallido de la crisis de las *subprime*, el diferencial entre ambos tipos de interés rondaba los 85 puntos básicos. Como se verá en el siguiente apartado, el objetivo de las IIC de tesorería regular domiciliadas en Francia es replicar el rendimiento del Eonia y, por ello, varios fondos exponen en su folleto el objetivo de obtener una rentabilidad igual al Eonia a un día neta de las comisiones de gestión. En España, las comisiones de gestión no explican en su totalidad el diferencial con el Eonia, ya que éste último rondaba los 120

29 Para mayor información sobre el tratamiento contable inicial véase la Resolución de 27 de julio de 1992, del presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, sobre criterios de contabilización de las participaciones en los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM), B.O.E., 4 de noviembre de 1992.

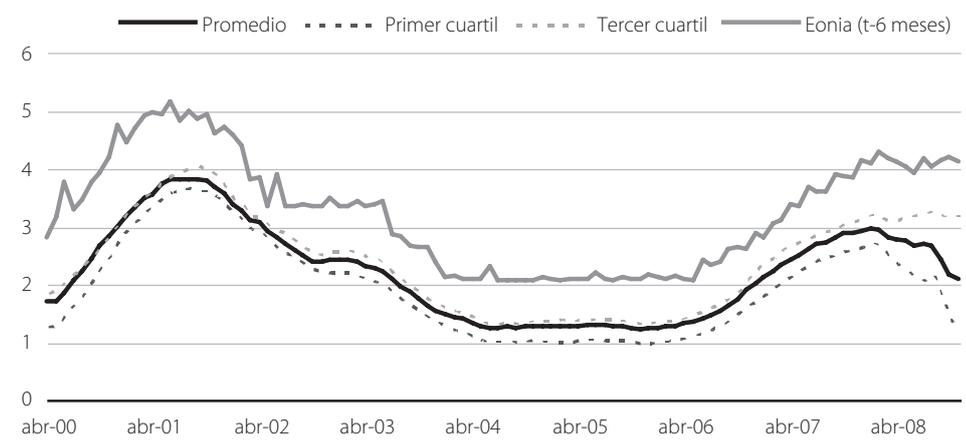
puntos básicos en los tres años previos de la crisis y las comisiones de gestión fueron del 0,76% entre septiembre de 2007 y de 2008³⁰. La dispersión de las comisiones aplicadas por los fondos monetarios es significativa, un 20% de los fondos tiene unas comisiones menores a 0,51% y la mitad aplica unas comisiones mayores al 1%³¹.

Históricamente, la distribución de la rentabilidad de los fondos con vocación monetaria ha sido bastante simétrica y cercana a la media (esto se deduce de la proximidad del primer y el tercer cuartil alrededor de la media). Desde el estallido de la crisis de la *subprime*, la dispersión de la rentabilidad de los fondos monetarios españoles ha aumentado significativamente, alcanzándose a finales de 2008 un importante diferencial entre las rentabilidades de los mejores fondos y las de los peores.

La baja rentabilidad de los fondos monetarios domiciliados en España, comparada con el Eonia a un día, viene acompañada de una volatilidad también reducida (véase gráfico 3). Hasta 2008 prácticamente la totalidad de los fondos monetarios domiciliados en España tenían una volatilidad baja (menor a 0,1), porcentaje que fue disminuyendo a lo largo del año hasta situarse en el 50% en noviembre de 2008 a favor de fondos con volatilidad media (entre 0,1 y 1). En promedio, se observa como la volatilidad ha aumentado desde el verano de 2007 alcanzando un máximo histórico a finales de 2008, superando por primera vez el nivel de 0,1.

En el gráfico 4 se muestra la relación entre la rentabilidad y el riesgo para los fondos monetarios de forma individualizada para distintos momentos del tiempo. Hasta 2008 la relación rentabilidad-riesgo estaba bastante concentrada alrededor de la media, mientras que, a medida que avanzaba el año, se observa una relación cada vez más negativa entre ambas variables y fondos con una menor rentabilidad mantenían una desviación típica mayor.

Rentabilidad anual media¹ y dispersión² de los fondos monetarios en España comparado con el tipo Eonia a un día desfasado seis meses GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

Nota: Los datos reflejan la rentabilidad de los antiguos FIAMM y, a partir de la publicación del RD 1309/2005, de 4 de noviembre, de los FI con vocación renta fija convertidos en monetarios tras la publicación de la Circular 1/2007, de 4 de noviembre.

1 Media aritmética.

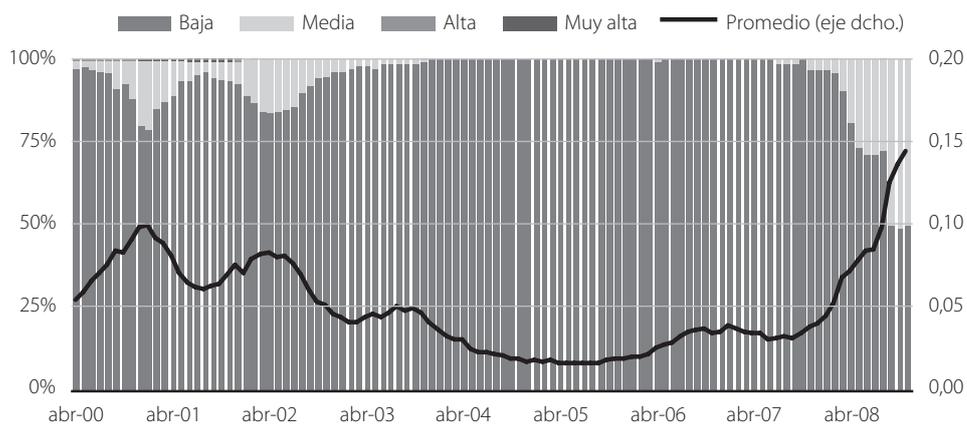
2 Para estudiar la dispersión se analizan el primer y el tercer cuartil, los cuales muestran la rentabilidad por debajo de la cual queda el 25% y el 75% de los fondos con menor rentabilidad, respectivamente.

30 Las comisiones son mucho menores al máximo legal del 2,25% impuesto a los fondos mobiliarios.

31 Los FIAMM tenían un límite legal en las comisiones de gestión a aplicar del 1% como máximo.

Porcentaje del total de fondos monetarios españoles con volatilidad¹ en los rangos² y volatilidad media³

GRÁFICO 3

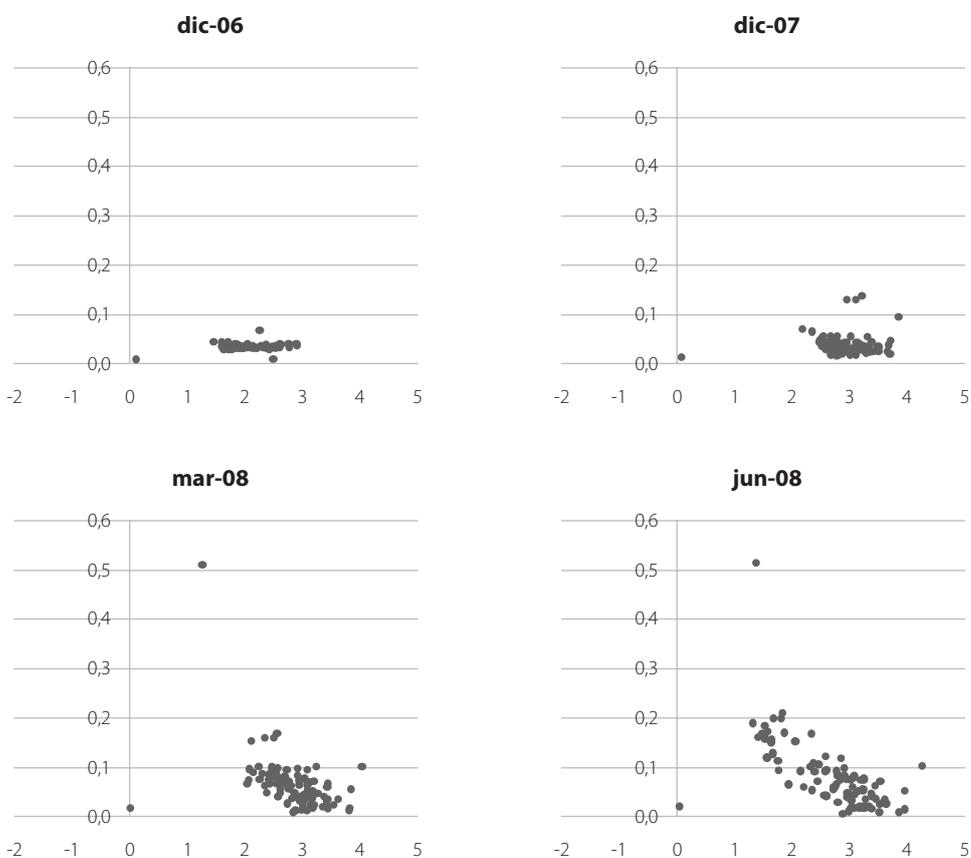


Fuente: Elaboración propia con datos de la CNMV.

- 1 Desviación típica de la rentabilidad mensual de los fondos calculada para un periodo de doce meses.
- 2 Según la Circular 3/1998, de 22 de septiembre, de la CNMV, se considerará que un fondo tiene rentabilidad "baja" si la volatilidad es menor a 0,1, se considerará "media" si está entre 0,1 y 1, se considerará "alta" si está entre 1 y 2,4 y se considerará "muy alta" si es superior a 2,4.
- 3 Media aritmética.

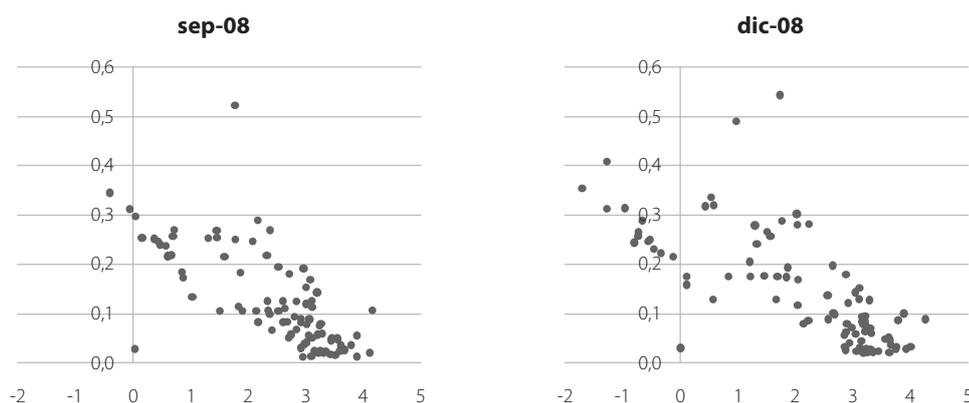
Gráfico de dispersión de la rentabilidad (eje horizontal) riesgo¹ (eje vertical) de los fondos monetarios de España

GRÁFICO 4



**Gráfico de dispersión de la rentabilidad (eje horizontal) riesgo¹
(eje vertical) de los fondos monetarios de España**

GRÁFICO 4
(continuación)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNMV.

1 Medido como la desviación estándar de las rentabilidades mensuales durante el año.

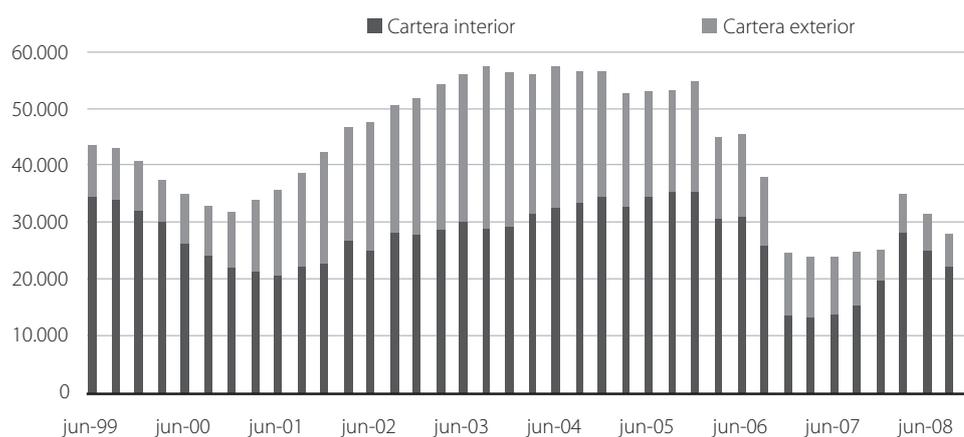
En lo que respecta a la cartera de los fondos monetarios domiciliados en España, cabe destacar que su política inversora ha cambiado significativamente en los últimos años.

Por una parte, la cartera de los fondos monetarios ha estado históricamente enfocada al mercado nacional (véase gráfico 5). El número de fondos monetarios que invierten únicamente en el mercado nacional se ha ido reduciendo considerablemente, pasando de representar el 40% del total de fondos monetarios en 1999 al 12% en los últimos años de existencia de los antiguos FIAMM y al 19% a finales de 2008³². Sin embargo, la cartera interior de los nuevos fondos monetarios representa el 80% de la cartera total, mucho mayor a la registrada con los FIAMM. Cabe mencionar que el mercado monetario en España es relativamente pequeño en el ámbito europeo: según el Banco de España, el saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos en España a corto plazo suponía a finales de 2008 el 9,2% del mercado europeo (el 9,0% de los valores privados y el 9,6% de los valores públicos). Esto puede explicar en parte la reducida dispersión de la rentabilidad de los fondos monetarios domiciliados en España, al igual que pueden influir las restricciones legales de la definición de fondo monetario que reducen, en mayor o en menor medida, el número de valores en los que pueden invertir.

32 Cabe recordar que en noviembre de 2006 desaparecen los fondos FIAMM y en enero de 2007 los fondos FIAMM, dos tipos de fondos de inversión que invertían principalmente en Deuda del Estado y cumplían las restricciones impuestas a los FIAMM, por lo que estaban incluidos en esa categoría.

Cartera de los fondos monetarios españoles* (millones de euros)

GRÁFICO 5



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNMV.

Nota: Los datos reflejan la rentabilidad de los antiguos FIAMM y, a partir de la publicación del RD 1309/2005, de 4 de noviembre, de los FI con vocación renta fija convertidos en monetarios tras la publicación de la Circular 1/2007, de 4 de noviembre.

* Recoge el total de fondos monetarios que mandaron estados reservados en el periodo indicado.

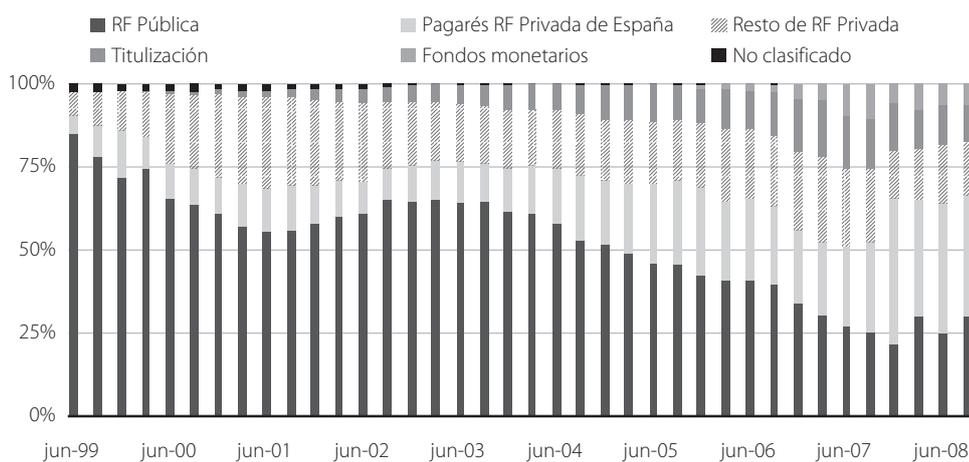
Por otra parte, la composición de la cartera de los fondos monetarios españoles por tipo de activo ha cambiado considerablemente desde finales de los noventa, aumentando progresivamente el peso de los pagarés de renta fija privada y activos de titularización a costa de activos públicos (véase gráfico 6). En concreto, a finales de los noventa en torno al 80% de la cartera estaba constituida por activos públicos, mientras que este porcentaje pasó a representar el 30% a finales de 2008.

Estos cambios han podido verse influenciados por dos factores: primero, el impulso que ha tenido en España el mercado monetario de activos privados, especialmente promovido por las instituciones financieras³³ lo que ha aumentado el abanico de activos factibles para invertir y, segundo, la búsqueda de una mayor rentabilidad por parte de las gestoras, que han invertido en activos más arriesgados.

Efectivamente, analizando los activos públicos y privados por tipo de emisor (gráfico 7), se observa que la mayor parte de los activos invertidos en renta fija privada son activos monetarios emitidos por instituciones financieras en detrimento del resto de emisores, sobre todo de empresas no financieras. Por su parte, los fondos monetarios han adquirido activos de renta fija públicos principalmente a través de adquisiciones temporales de activos a costa de inversiones directas en activos monetarios emitidos por el Estado, pagarés y letras del Tesoro.

33 Según datos del Banco de España, el saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos en España a corto plazo se ha doblado en los últimos diez años, siendo el valor nominal a finales de 2008 de 130.000 millones de euros, frente a los 68.000 millones de 1998. Este incremento se ha debido principalmente al impulso de los activos privados (a finales de 2008 representaban el 60% del saldo vivo total, mientras que a finales de 1998 apenas lo hacían un 10%) ya que el saldo vivo de los activos públicos era menor a finales de 2008 que de 1998. Dentro de los activos privados, el saldo vivo de los valores emitidos por las instituciones financieras representaba a finales de 2008 el 95% de los activos privados, frente a 1998 cuando suponían el 12%, siendo entonces las sociedades no financieras los principales emisores.

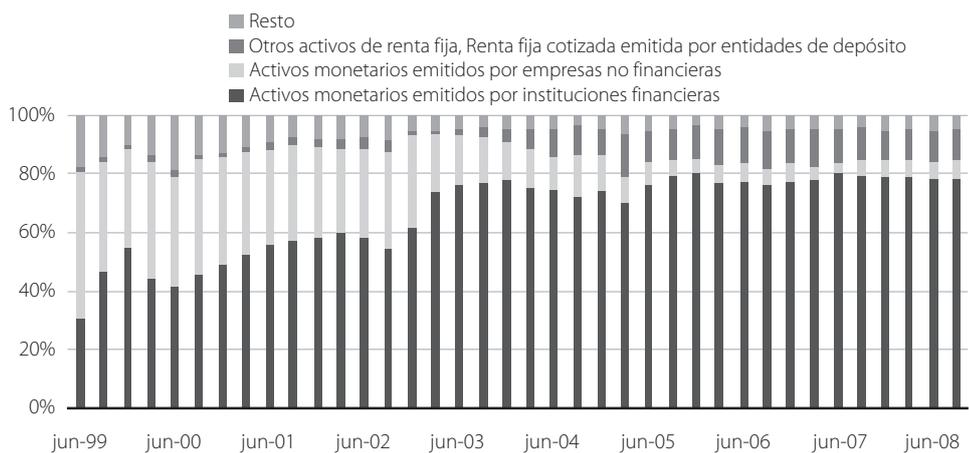
Composición del total de la cartera de los fondos monetarios españoles por tipo de activo GRÁFICO 6



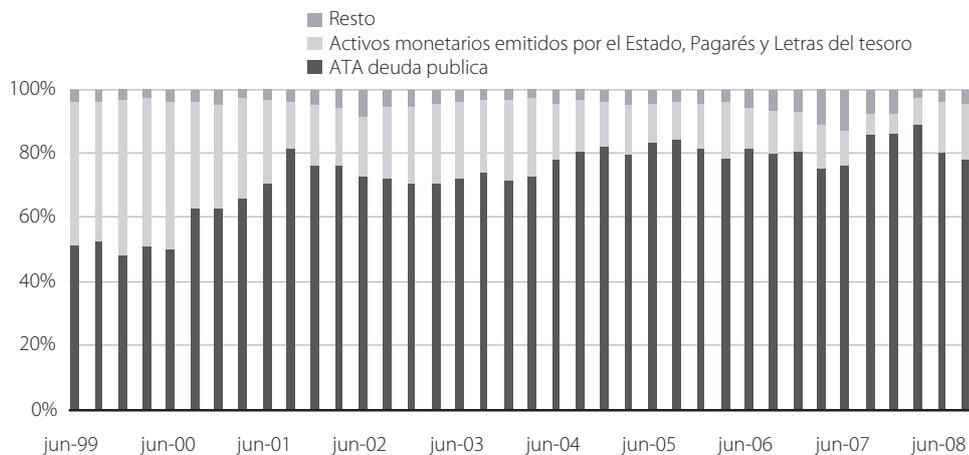
Fuente: Elaboración propia con datos de la CNMV y Bloomberg.

Composición de los tipos de emisores de la cartera interior de los fondos monetarios españoles por cómo está registrado en los balances GRÁFICO 7

Activos de RF Privada



Activos de RF Pública



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNMV.

Nota: Datos a final de periodo.

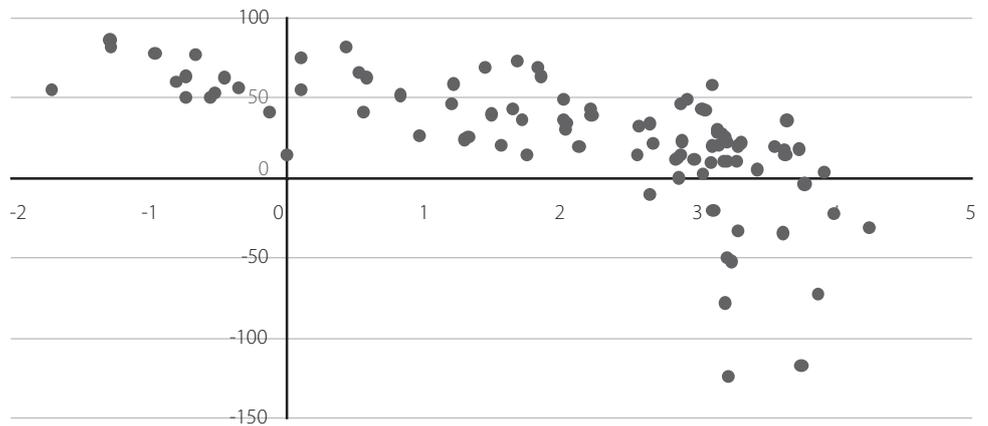
Para determinar las causas de la rentabilidad negativa de algunos fondos monetarios, se va a analizar los reembolsos netos que se han producido en el año (gráfico 8), el peso de los distintos activos de la cartera (gráfico 9) y la duración modificada de la cartera a finales de 2008 (gráfico 10) de forma individualizada. Al ser el eje horizontal el mismo en todos los gráficos (la rentabilidad anual a noviembre de 2008), el objetivo de estos gráficos es poder segregar para un mismo fondo los factores que han podido afectar a dicha rentabilidad.

Los fondos monetarios que han sufrido pérdidas a finales de 2008 se han enfrentado a importantes reembolsos netos pero, a diferencia de otros fondos con el mismo nivel de reembolsos netos, la cartera estaba constituida por activos menos líquidos. En concreto, los fondos que obtuvieron pérdidas tenían un elevado peso de bonos y pagarés de titulización, entre el 25 y el 50% de su cartera, y prácticamente el resto en activos de renta fija privada, de los cuales menos de la mitad estaba invertido en pagarés de emisores españoles (que son los activos de renta fija privada más líquidos del mercado español). Por su parte, la duración modificada de los fondos que obtuvieron pérdidas a finales de 2008 era relativamente alta, de cuatro a seis meses, comparada con el resto de fondos que en su mayoría tenían una duración modificada inferior a cinco meses.

Cabe mencionar que desde finales de abril de 2009, tras la entrada en vigor de la Circular 1/2009, estos fondos monetarios ya no pertenecen a la clasificación de monetarios por no cumplir las restricciones más estrictas de la nueva definición de fondo monetario.

Relación entre la rentabilidad de los fondos monetarios¹ españoles (eje horizontal) y el peso de los reembolsos netos sobre el patrimonio a principios de año² (eje vertical)

GRÁFICO 8



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNMV.

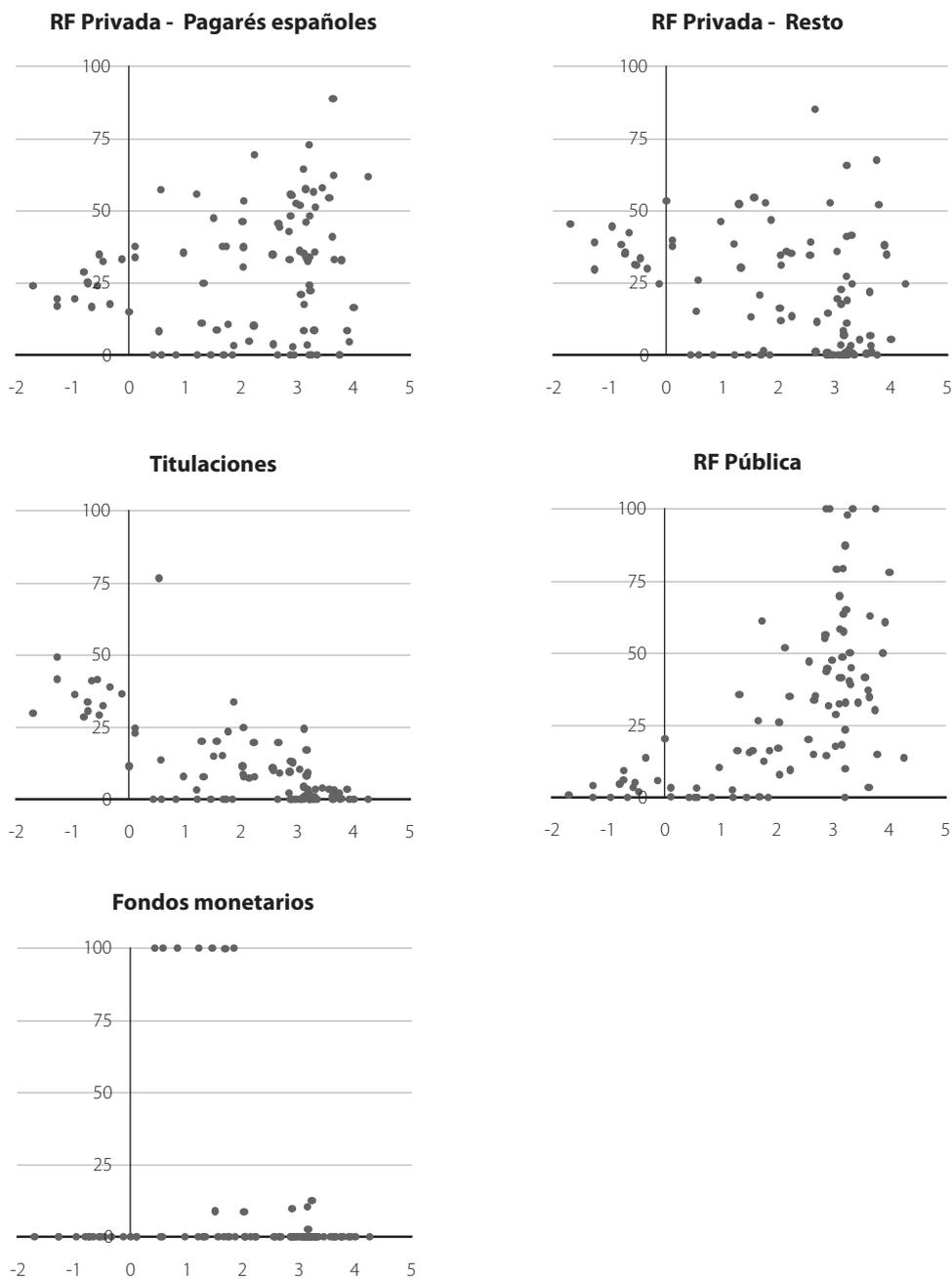
Nota: En este gráfico no se recogen los fondos subordinados, ya que el peso que los reembolsos netos tienen sobre el patrimonio no es representativo.

1. Datos a noviembre de 2008.

2. Se incluyen los reembolsos netos producidos durante el año hasta noviembre de 2008 dividido por el patrimonio a principios de 2008. No se grafican dos fondos monetarios cuyas suscripciones netas fueron superiores al 400% de su patrimonio inicial debido a la fuerte comercialización llevada a cabo durante 2008.

Relación entre la rentabilidad de los fondos monetarios¹ españoles (eje horizontal) y el peso de los tipos de activos en los que invierten² (eje vertical)

GRÁFICO 9



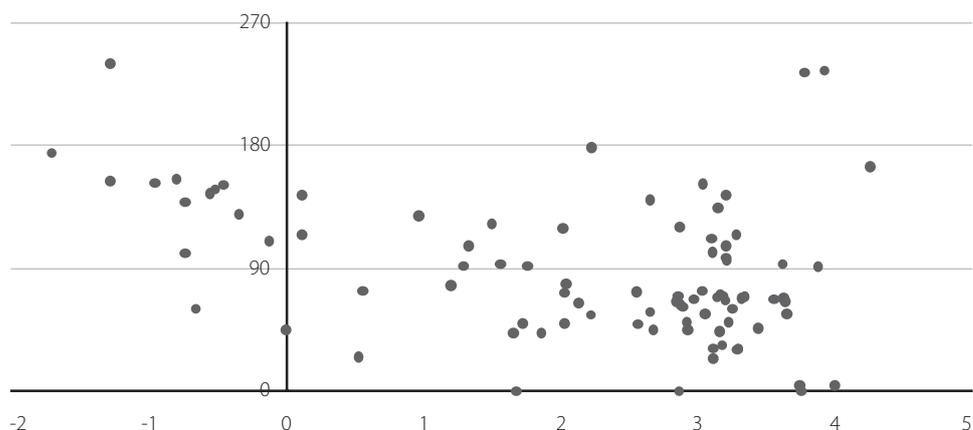
Fuente: Elaboración propia con datos de la CNMV y Bloomberg.

1. Datos a noviembre de 2008.

2. Datos a septiembre de 2008.

Relación entre la rentabilidad de los fondos monetarios¹ españoles (eje horizontal) y la duración modificada de la cartera en días² (eje vertical)

GRÁFICO 10



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNMV.

Nota: En este gráfico no se recogen los fondos subordinados.

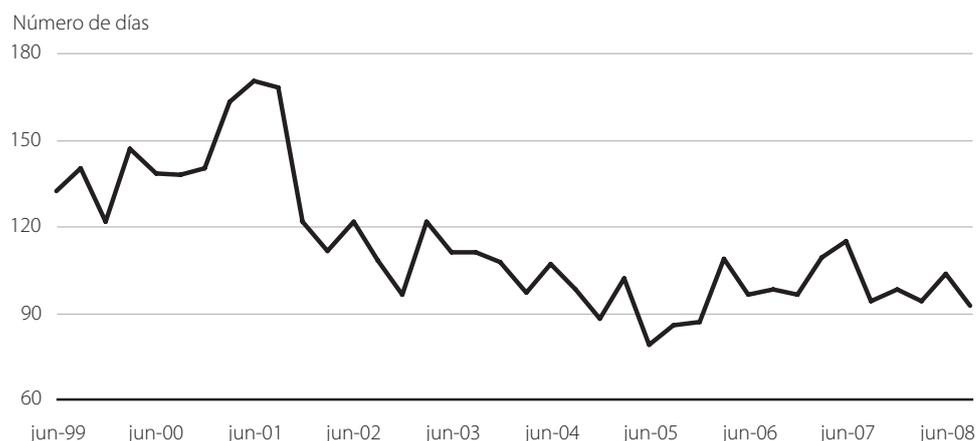
1. Datos a noviembre de 2008.

2. Datos a septiembre de 2008.

En lo que respecta a la duración modificada de los fondos monetarios españoles, en media ésta ha ido disminuyendo desde mediados de 2001 hasta situarse en torno a 3-4 meses, muy inferior al máximo legal permitido por la legislación (un año) e incluso menor a la mayor restricción impuesta en la Circular 1/2009 (de seis meses).

Promedio de la duración modificada de los fondos monetarios españoles ponderada por patrimonio

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV.

3.1.2 Los fondos monetarios domiciliados en Francia

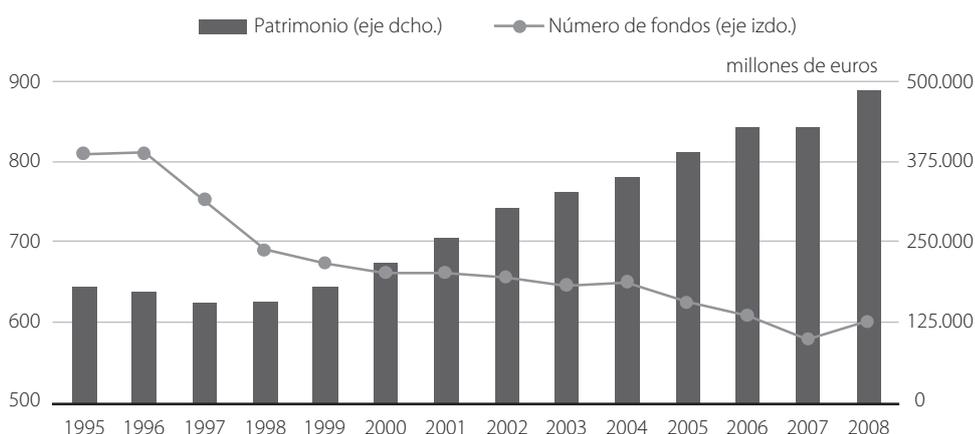
El patrimonio de los fondos monetarios domiciliados en Francia ha estado creciendo de forma significativa desde finales de los noventa hasta convertirse en uno de los mercados de referencia a nivel mundial, de forma que ocupa el segundo lugar detrás de Estados Unidos. En 2008 el patrimonio total creció un 13,4% gracias al incremento de los fondos con vocación euro (un 13,7%), ya que el de los fondos con vocación internacional se redujo cerca del 40%. Los fondos monetarios tienen un importante peso sobre el total de fondos de inversión y a finales de 2008 suponían el 42% del total. Por su parte, el número de fondos monetarios registrados en Francia ha ido disminuyendo a lo largo de los años y se ha situado en 2008 en 600 fondos, 200 menos a los registrados en 1996. Con respecto al total de fondos de inversión registrados en Francia, los monetarios apenas suponían el 7% a finales de 2008.

En Francia, la importancia de los fondos monetarios regulares se ha debido fundamentalmente a dos razones: a la existencia de un mercado monetario grande y líquido³⁴ y al hecho de que hasta marzo de 2005 la normativa prohibía la remuneración de los depósitos en cuentas corrientes. Sin embargo, el cambio de la normativa permitiendo la remuneración no ha restado atractivo a los fondos monetarios.

Los clientes tradicionales de los fondos monetarios domiciliados en Francia son los tesoreros de las empresas (en junio de 2007 representaban el 29% del patrimonio total) y los inversores institucionales (en conjunto suponían el 59% del total, de los cuales otros fondos ostentaban el 29% del patrimonio y las aseguradoras el 13,5%). Destaca la participación marginal de los hogares, las entidades de crédito y los no residentes (véase gráfico 13). En concreto, los hogares poseen alrededor del 7% del patrimonio total, mucho menor al 30% registrado en 1995³⁵. Boulier y Pardo (2008) señalan que los hogares poseen directamente menos del 2% de los fondos monetarios dinámicos.

Número y patrimonio de las IIC monetarias francesas

GRÁFICO 12



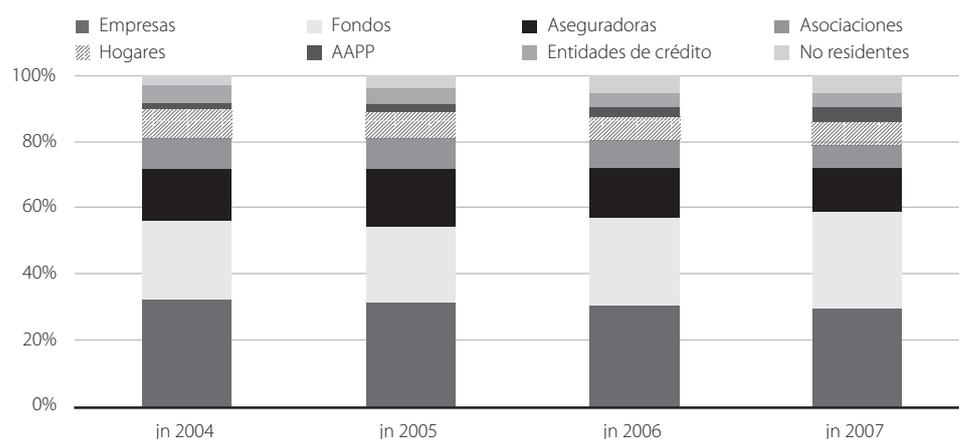
Fuente: AFG.

34 Según el Banco de España, el saldo vivo de los valores distintos de acciones denominados en euros emitidos a corto plazo en Francia representa el 41,8% del mercado europeo, situándose en el 50,4% del mercado europeo para activos privados y el 28,6% para activos públicos.

35 Boulier y Pardo (2008).

Distribución del patrimonio por tipo de inversor de las IIC monetarias de Francia

GRÁFICO 13

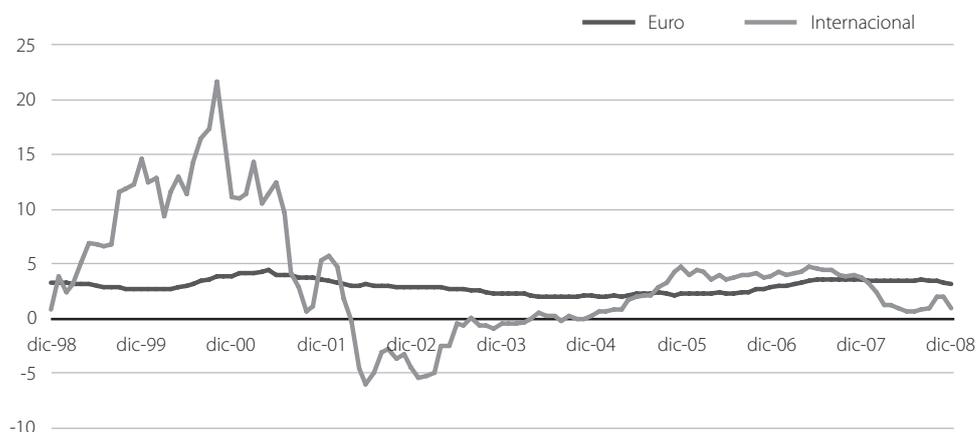


Fuente: AFG.

Como se ha definido en el anterior apartado, los fondos monetarios domiciliados en Francia pueden tener vocación euro o vocación internacional. La rentabilidad y la volatilidad de ambos tipos de fondos monetarios son muy diferentes (véase gráfico 14) destacando las rentabilidades extremas conseguidas por los fondos con vocación internacional (todos están enfocados al mercado norteamericano). A la hora de realizar la comparación con el resto de países europeos, el análisis se va a centrar en los fondos monetarios domiciliados en Francia con vocación euro.

Rentabilidad anual media¹ de las IIC monetarias en Francia por tipos

GRÁFICO 14



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE y Datastream.

Nota: Los datos reflejan la rentabilidad histórica (teniendo en cuenta los dividendos pagados) de los fondos que están vivos a diciembre de 2008 según la lista publicada por el BCE (existe un error del 17% de fondos no encontrados en Datastream).

1 Media aritmética.

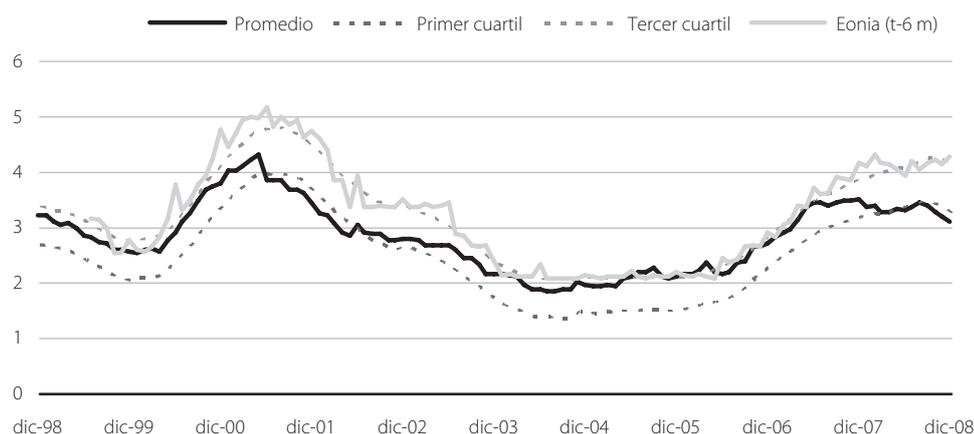
La evolución de la rentabilidad de los fondos monetarios euro domiciliados en Francia es muy similar a la del tipo de interés Eonia a un día desfasado seis meses, especialmente desde 2004 hasta la manifestación aguda de la actual crisis (véase

gráfico 15). Destaca que el tipo de interés Eonia desfasado seis meses coincide con el tercer cuartil, lo que refleja que un cuarto de los fondos monetarios euro franceses tienen una rentabilidad mayor al tipo Eonia desfasado medio año.

La dispersión de la rentabilidad para el conjunto de fondos monetarios euro domiciliados en Francia es elevada, lo que es indicativo de fuertes diferencias en las rentabilidades. Destaca que desde el estallido de la crisis financiera la dispersión apenas ha variado, es decir, que no son muchos los fondos que han obtenido una rentabilidad negativa (esto es porque el primer cuartil es superior al 3%), aunque los que la han tenido lo han hecho con una rentabilidad muy negativa (esto es porque la rentabilidad media es inferior al primer cuartil).

Esta dispersión puede explicarse por los dos tipos de fondos monetarios que existen en Francia, según EuroPerformance: regulares y dinámicos. Del total de fondos monetarios que la AMF comunicó al BCE en diciembre de 2008, el 62,9% son IIC de tesorería regular, el 5,3% IIC de tesorería dinámica, el 0,6% IIC de tesorería dinámica plus y el 1,7% IIC de tesorería internacional³⁶.

Rentabilidad anual media¹ y dispersión² de las IIC monetarias euro en Francia comparado con el tipo Eonia a un día desfasado seis meses GRÁFICO 15



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE y Datastream.

Nota: Los datos reflejan la rentabilidad histórica de los fondos euros que están vivos a diciembre de 2008 según la lista publicada por el BCE.

1 Media aritmética.

2 Para estudiar la dispersión se analizan el primer y el tercer cuartil, los cuales muestran la rentabilidad por debajo de la cual queda el 25% y el 75% de los fondos con menor rentabilidad, respectivamente.

Históricamente los fondos monetarios dinámicos (incluyendo a los dinámicos y a los dinámicos plus) han obtenido una rentabilidad mayor a la de los regulares con una evolución similar a la del tipo de interés Eonia a un día desfasado seis meses (véase gráfico 16). Esta diferencia entre la rentabilidad de los dinámicos y la de los regulares se redujo ligeramente a partir de mediados de 2005 hasta el inicio de la crisis de las *subprime*, cuando la rentabilidad de los fondos monetarios dinámicos se redu-

36 El porcentaje restante no ha sido identificado en la página web de EuroPerformance.

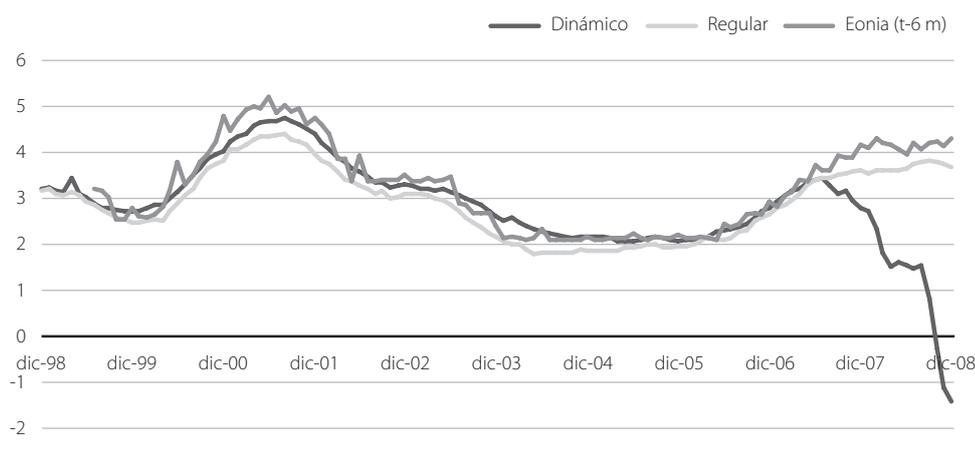
jo drásticamente debido, principalmente, a los fuertes reembolsos experimentados. Efectivamente, los fondos monetarios, tanto regulares como dinámicos, observaron importantes reembolsos netos en el segundo semestre de 2007 lo que cabe atribuirse a la huida de fondos hacia las emisiones de certificados de depósito por parte de los bancos para subsanar los problemas de liquidez del mercado interbancario, ya que ofrecían unos tipos de interés muy atractivos: entre 20 y 60 puntos básicos superiores al Eonia dependiendo del vencimiento. Sin embargo, durante el primer trimestre de 2008 las suscripciones netas de los fondos regulares fueron muy elevadas y se vieron realizadas, además, por el hecho de que los inversores institucionales reembolsaron sus inversiones en fondos dinámicos para invertirlos en los regulares. Pese a esto, destaca que los fondos monetarios regulares han mantenido rentabilidades elevadas tras el estallido de la crisis, especialmente tras los reembolsos netos observados en la segunda mitad de 2007.

Esto puede deberse, en parte, a una peculiaridad de los fondos monetarios domiciliados en Francia, como es el carácter cíclico de sus suscripciones y reembolsos debido a los inversores que principalmente invierten en ellos. Así, al final de cada trimestre, los fondos monetarios registran importantes reembolsos debido al cierre de las cuentas trimestrales de las empresas y al pago de las pensiones por parte de los planes de pensiones, fondos que en menor medida vuelven a suscribirse durante el mismo mes o el siguiente. Este fenómeno se incrementa a final de año, lo que explica parte de los fuertes reembolsos netos producidos a finales de 2007. Esta ciclicidad en los reembolsos y las suscripciones tiene que condicionar la cartera de los fondos monetarios domiciliados en Francia, ya que es conocida a priori.

Como se comentaba anteriormente, el objetivo de las IIC de tesorería regular domiciliadas en Francia es replicar el rendimiento del Eonia. Por esto, varios fondos exponen en su folleto el objetivo de obtener una rentabilidad igual al Eonia a un día neta de las comisiones de gestión. Pese a desconocer las comisiones de gestión aplicadas por los fondos monetarios de Francia, cabe destacar que en los últimos años el diferencial entre la rentabilidad de los fondos monetarios euro y el Eonia a un día rondaba los 50-60 puntos básicos, magnitud que puede asemejarse a las comisiones de gestión.

Rentabilidad anual media¹ de las IIC monetarias euro en Francia por tipo de IIC según clasificación de EuroPerformance

GRÁFICO 16



Fuente: Elaboración propia con datos de EuroPerformance, BCE y Datastream.

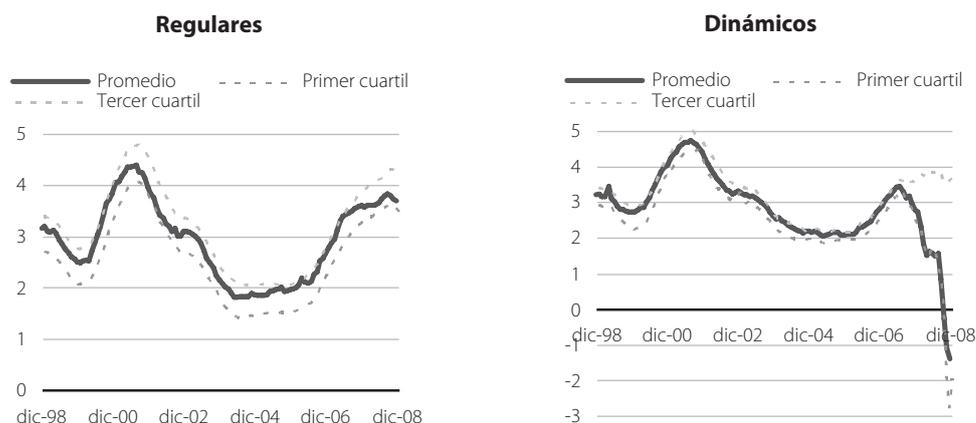
Nota: Los datos reflejan la rentabilidad histórica (teniendo en cuenta los dividendos pagados) de los fondos que están vivos a diciembre de 2008 según la lista publicada por el BCE (existe un error del 17% de fondos no encontrados en Datastream).

¹ Media aritmética.

En lo que respecta a la dispersión por tipo de fondo monetario (véase gráfico 17), los fondos monetarios dinámicos han tenido históricamente una dispersión entre ellos menor a la de los regulares. Durante la crisis financiera las diferencias en la rentabilidad de los distintos fondos dinámicos han ido aumentando de forma significativa, coexistiendo varios fondos con rentabilidades muy negativas (algunas inferiores al -30%) con otros con rentabilidades relativamente elevadas (superiores al 4%). Por su parte, la elevada dispersión en la rentabilidad de los distintos fondos monetarios regulares domiciliados en Francia se ha mantenido en el último año y medio. Esta mayor dispersión puede deberse en parte a dos motivos: al tamaño del mercado monetario francés en el que operan (como ya se comentaba anteriormente, el mercado monetario francés es, con diferencia, el más importante de Europa) y a las escasas restricciones legales de la definición de fondo monetario en Francia, lo que reduce ligeramente el número de valores en los que pueden invertir.

Rentabilidad anual media¹ y dispersión² de las IIC monetarias euro en Francia por tipo de IIC según clasificación de EuroPerformance

GRÁFICO 17



Fuente: Elaboración propia con datos de EuroPerformance, BCE y Datastream.

Nota: Los datos reflejan la rentabilidad histórica de los fondos que están vivos a diciembre de 2008 según la lista publicada por el BCE e identificados por EuroPerformance.

1 Media aritmética.

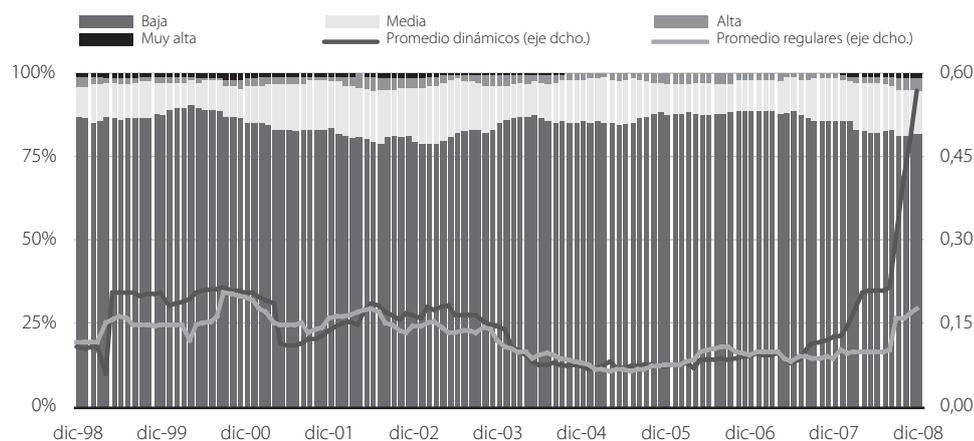
2 Para estudiar la dispersión se analiza el primer y el tercer cuartil, los cuales muestran la rentabilidad por debajo de la cual quedan el 25% y el 75% de los fondos con menor rentabilidad, respectivamente.

En Francia la rentabilidad relativamente alta de los fondos monetarios viene acompañada de una volatilidad también elevada (véase gráfico 18). La volatilidad media para los fondos regulares y dinámicos se redujo significativamente desde el año 2004 hasta el verano de 2007, momento en el cual se amplió radicalmente para los dinámicos y aumentó progresivamente para los regulares, en este caso de forma especial en el último trimestre de 2008. Dicha volatilidad puede reflejar el mayor riesgo de tipo de interés de estos fondos al poder invertir en activos con un mayor vencimiento (cabe recordar que la definición de fondo monetario de Francia no limita ni el vencimiento remanente de los activos ni el vencimiento de la cartera, sólo menciona que la horquilla de sensibilidad de los tipos de interés debe estar entre el 0 y el 0,5%). En lo que respecta al porcentaje de fondos monetarios en los distintos rangos de volatilidad, éste apenas varió desde el estallido de la crisis de las *subprime*.

El gráfico 19 recoge la relación entre la rentabilidad anual y la volatilidad del conjunto de fondos monetarios que la AMF anunció al BCE a finales de 2008, segregada por tipos según la clasificación de EuroPerformance. Se observa que los peores fondos han sido los no identificados por EuroPerformance y los dinámicos, estos últimos, especialmente en la segunda mitad de 2008. Como se comentaba anteriormente, los fondos regulares apenas se han visto influenciados por la crisis financiera.

Porcentaje del total de IIC monetarias euro en Francia con volatilidad¹ en los rangos² y volatilidad media para los tipos de IIC³

GRÁFICO 18



Fuente: Elaboración propia con datos de EuroPerformance, BCE y Datastream.

Nota: Los datos reflejan la volatilidad histórica de los fondos que están vivos a diciembre de 2008 según la lista publicada por el BCE (existe un error del 17% de fondos no encontrados en Datastream).

- 1 Desviación típica de la rentabilidad mensual de los fondos calculada para un periodo de doce meses.
- 2 Según la Circular 3/1998, de 22 de septiembre, de la CNMV, se considerará que un fondo tiene rentabilidad "baja" si la volatilidad es menor a 0,1, se considerará "media" si está entre 0,1 y 1, se considerará "alta" si está entre 1 y 2,4 y se considerará "muy alta" si es superior a 2,4.
- 3 Media aritmética.

Gráfico de dispersión de la rentabilidad (eje horizontal) riesgo¹ (eje vertical) de todas las IIC monetarias domiciliadas en Francia

GRÁFICO 19

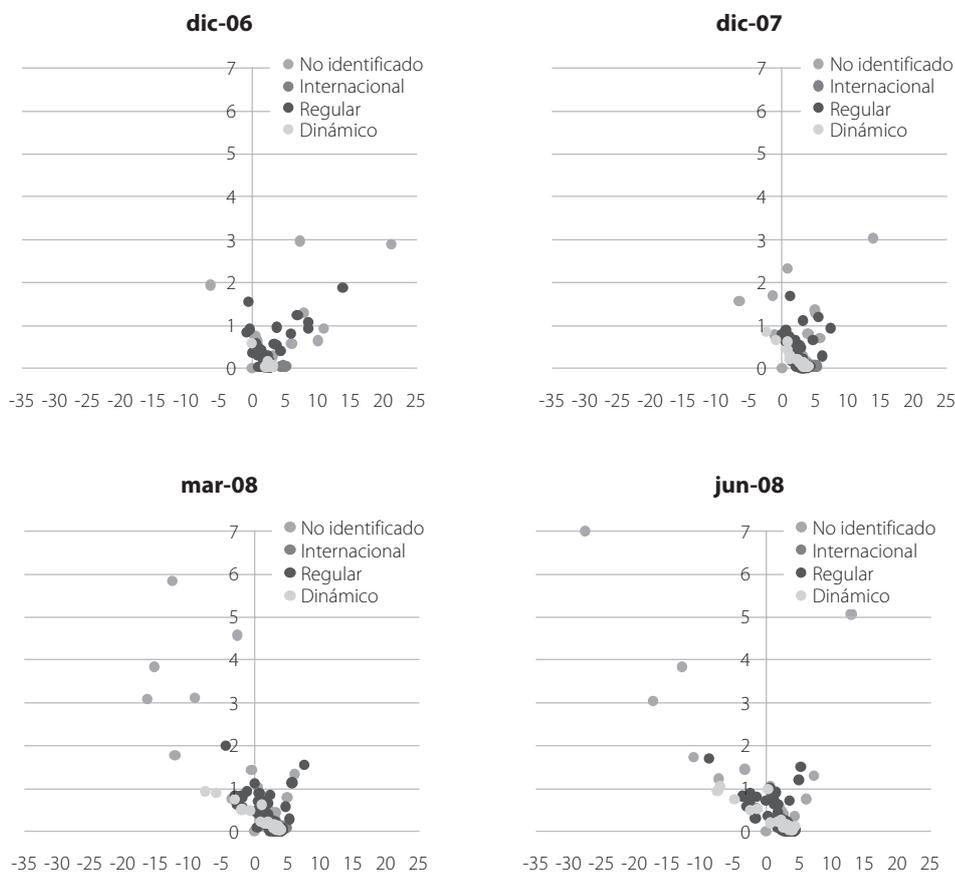
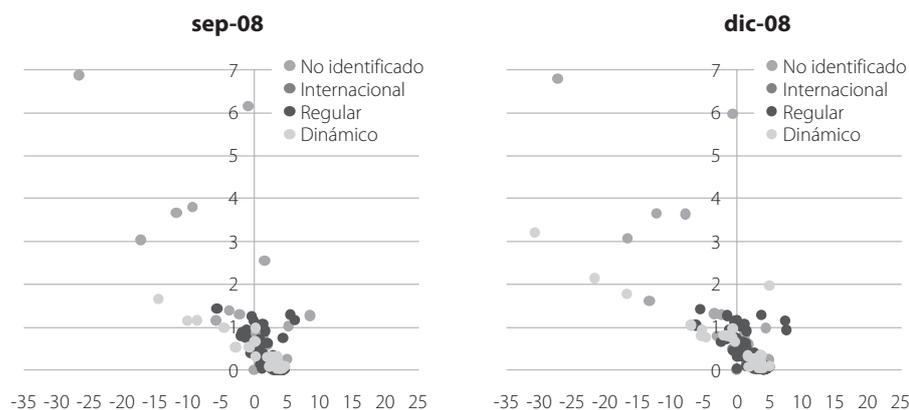


Gráfico de dispersión de la rentabilidad (eje horizontal) riesgo¹ (eje vertical) de todas las IIC monetarias domiciliadas en Francia

GRÁFICO 19
(continuación)



Fuente: Elaboración propia con datos de EuroPerformance, BCE y Datastream.

Nota: Los datos reflejan la relación rentabilidad-riesgo para los fondos que están vivos a diciembre de 2008 según la lista publicada por el BCE, incluyendo los no identificados por EuroPerformance.

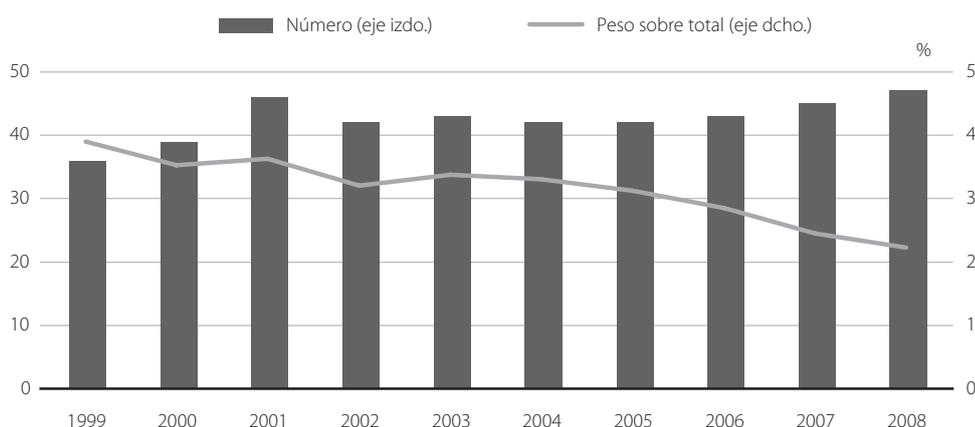
1 Medido como la desviación estándar de las rentabilidades mensuales durante el año.

3.1.3 Los fondos monetarios domiciliados en Alemania

A finales de 2008 había registrados 47 fondos monetarios abiertos al público en Alemania, lo que representaba poco más del 2% del total de fondos de inversión abiertos al público registrados (véase gráfico 20). Dicho número se ha mantenido relativamente estable desde finales de los noventa, mientras que su peso sobre el total se ha reducido a la mitad en los últimos diez años. Pese a que en 2008 el número de fondos monetarios aumentó ligeramente, su patrimonio descendió de forma espectacular, más del 40%, hasta situarse cerca de los 15.000 millones de euros a finales de 2008 (véase gráfico 21). En Alemania, el mercado de fondos monetarios tiene un peso reducido sobre el mercado total de fondos de inversión. Su máxima importancia se alcanzó en 2002 cuando su peso fue del 13% del patrimonio total, reduciéndose en los años posteriores hasta alcanzar el 5,3% a finales de 2008. Esto se debe a que la mayoría de los fondos monetarios comercializados en Alemania están registrados en Luxemburgo, que ofrece un entorno neutral de impuestos para cualquier ganancia obtenida por un no residente.

Número de fondos monetarios alemanes y peso sobre el número total de fondos de inversión

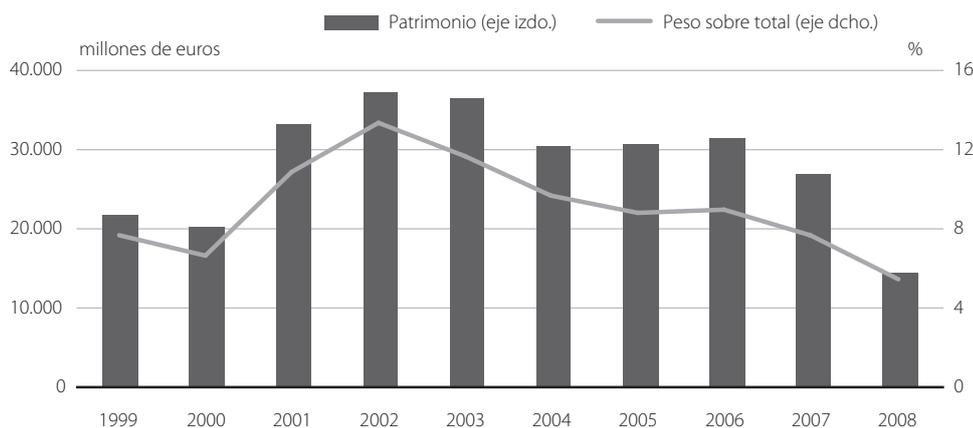
GRÁFICO 20



Fuente: Deutsche Bundesbank.

Patrimonio de los fondos monetarios alemanes y peso sobre el patrimonio total de los fondos de inversión

GRÁFICO 21



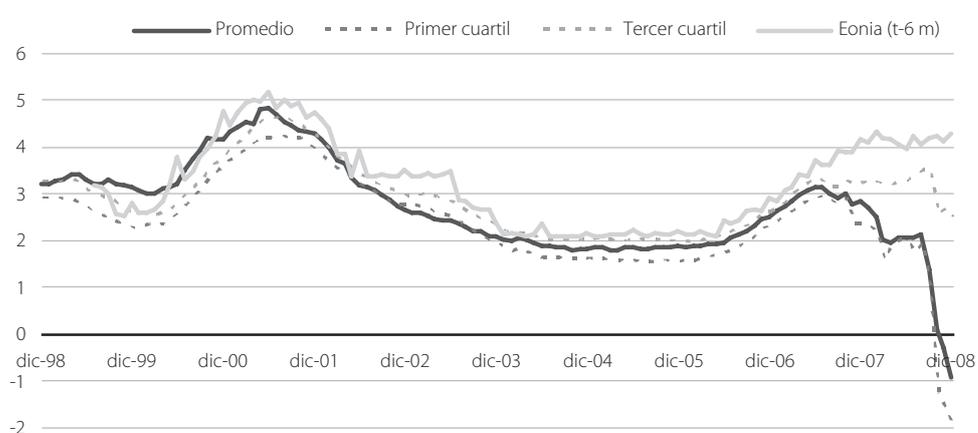
Fuente: Deutsche Bundesbank.

En Alemania, hasta la crisis de las *subprime* la evolución de la rentabilidad de los fondos monetarios ha sido muy similar a la del tipo de interés Eonia a un día con un desfase de seis meses (véase gráfico 22). En los tres años previos a la crisis, el diferencial medio entre ambas rentabilidades era de 30 puntos básicos. El Eonia desfasado seis meses coincide prácticamente con el tercer cuartil de las rentabilidades de los fondos monetarios domiciliados en Alemania, lo que ya se observaba en Francia, ya que la rentabilidad histórica de los fondos monetarios domiciliados en Alemania es muy similar a la obtenida por los fondos dinámicos de Francia. Por su parte, en los tres años previos al comienzo de la crisis, la diferencia entre la rentabilidad de los fondos monetarios alemanes y el Eonia a un día rondaba los 60 puntos básicos, similar a la media de las comisiones aplicadas por los fondos (la media desde 1999 hasta junio de 2008 era de 0,546%).

En lo que respecta a la dispersión de la rentabilidad para el total de fondos monetarios alemanes, hasta mediados de 2007 ha permanecido relativamente reducida. Pese a ello, ambos cuartiles fluctúan alrededor de la media únicamente a partir de 2004, lo que muestra que antes de esa fecha había fondos que afectaban significativamente a la media.

Desde el inicio de la crisis, la evolución de la rentabilidad de los fondos monetarios domiciliados en Alemania ha sido muy negativa y similar a la observada por los fondos dinámicos de Francia. Destaca que un cuarto del total de fondos ha obtenido una rentabilidad menor a -2% y varios fondos han registrado una rentabilidad muy negativa (ya que la media es similar al primer cuartil).

Rentabilidad anual media¹ y dispersión² de los fondos monetarios en Alemania comparado con el tipo Eonia a un día desfasado seis meses GRÁFICO 22



Fuente: Lipper.

Nota: Los datos reflejan la rentabilidad histórica de los fondos que están vivos a diciembre de 2008 según Lipper.

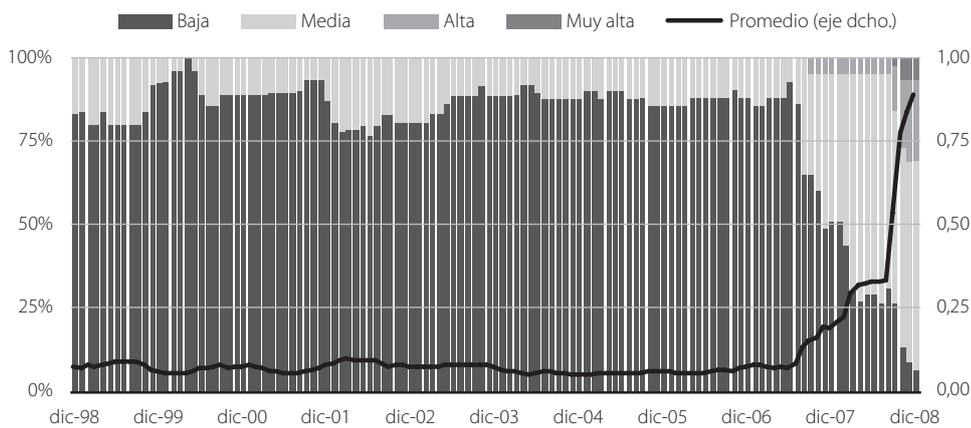
1 Media aritmética.

2 Para estudiar la dispersión se analizan el primer y el tercer cuartil, los cuales muestran la rentabilidad por debajo de la cual queda el 25% y el 75% de los fondos con menor rentabilidad, respectivamente.

En media, la alta rentabilidad de los fondos monetarios domiciliados en Alemania viene acompañada de una volatilidad reducida (véase gráfico 23). Aunque existe un importante porcentaje de fondos con una volatilidad media (entre 0,1 y 1), ésta no es muy elevada ya que no afecta significativamente a la media. Sin embargo, desde el estallido de la crisis, la volatilidad de los fondos ha crecido de forma exponencial. El gráfico 24 recoge la relación entre la rentabilidad y el riesgo para los fondos monetarios de forma individualizada antes y durante la crisis financiera. A lo largo de 2008 se observa una relación cada vez más negativa y significativa entre ambas variables.

Porcentaje del total de fondos monetarios alemanes con volatilidad¹ en los rangos² y volatilidad media³

GRÁFICO 23



Fuente: Lipper.

- 1 Desviación típica de la rentabilidad mensual de los fondos calculada para un periodo de doce meses.
- 2 Según la Circular 3/1998, de 22 de septiembre, de la CNMV, se considerará que un fondo tiene rentabilidad "baja" si la volatilidad es menor a 0,1, se considerará "media" si está entre 0,1 y 1, se considerará "alta" si está entre 1 y 2,4 y se considerará "muy alta" si es superior a 2,4.
- 3 Media aritmética.

Gráfico de dispersión de la rentabilidad (eje horizontal) riesgo¹ (eje vertical) de los fondos monetarios de Alemania

GRÁFICO 24

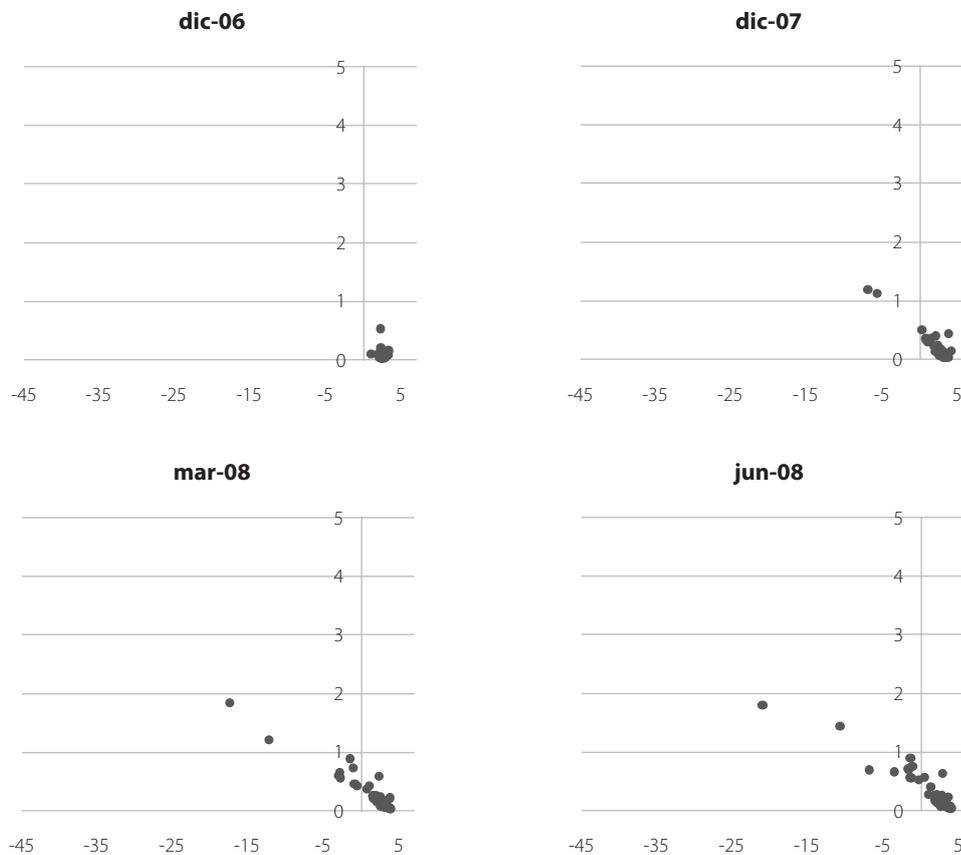
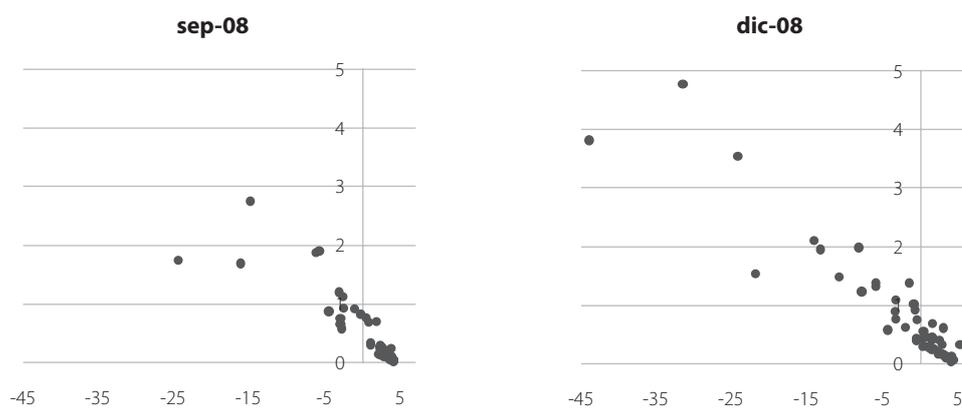


Gráfico de dispersión de la rentabilidad (eje horizontal) riesgo¹ (eje vertical) de los fondos monetarios de Alemania

GRÁFICO 24
(continuación)



Fuente: Lipper.

1 Medido como la desviación estándar de las rentabilidades mensuales durante el año.

El cuadro 3 recoge el peso de los distintos tipos de activos de la cartera para el conjunto de fondos monetarios domiciliados en Alemania antes y durante la actual crisis financiera. Cabe resaltar el fuerte peso que tienen los valores emitidos por emisores extranjeros, que en junio de 2007 representaban el 75% de la cartera, peso que fue disminuyendo hasta alcanzar el 55% a finales de 2008. Durante la crisis los fondos monetarios domiciliados en Alemania utilizaron como valor refugio los depósitos bancarios, que representaban el 25% de la cartera a finales de 2008, el doble que en 2007.

El elevado peso en la cartera de activos emitidos por no alemanes y la evolución similar entre la rentabilidad media de los fondos monetarios de Alemania y los dinámicos de Francia, hace pensar que ambos tipos de fondos han invertido en el mismo grupo de activos del mercado francés.

Jank y Wedow (2008) han analizado la evolución de la rentabilidad y de los flujos de los fondos monetarios minoristas con vocación euro domiciliados en Alemania antes y durante la crisis financiera. Las conclusiones de los autores sugieren que, en un marco competitivo como el actual, donde los inversores desinvierten en aquellos fondos con un menor rendimiento para invertirlo en otros con una mayor rentabilidad, las gestoras de los fondos tienen incentivos a invertir en activos más arriesgados para aumentar su rentabilidad. De hecho, en Alemania, varios fondos monetarios han buscado un mayor rendimiento invirtiendo en activos menos líquidos sobre todo en el periodo 2002-2006, cuando los mercados eran bastante líquidos. Efectivamente, como se puede observar en el gráfico 25, hasta 2006 los fondos monetarios domiciliados en Alemania aumentaron de forma considerable sus inversiones en valores de deuda distintos de pagarés y activos públicos, reduciéndose desde el comienzo de la crisis a favor de activos más seguros como los pagarés. Los autores concluyen que los fondos monetarios alemanes que han invertido en activos menos líquidos han sido los que han tenido muchos problemas durante la actual crisis de liquidez, por los altos reembolsos experimentados que han derivado en rentabilidades negativas significativas.

Evolución durante la crisis financiera de la distribución del patrimonio de todos los fondos monetarios domiciliados en Alemania

CUADRO 3

% sobre el patrimonio total

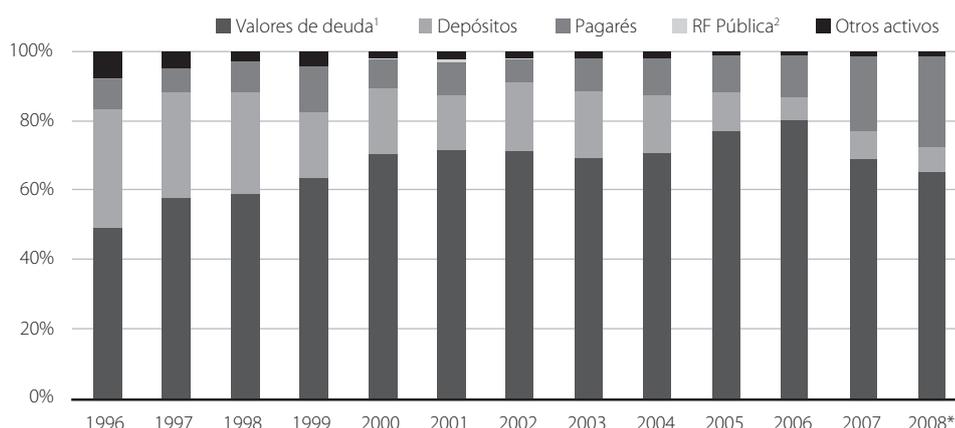
	dic-06	mar-07	jun-07	sep-07	dic-07	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08
Valores	89,4	92,7	90,3	87,6	86,2	84,9	85,0	78,2	71,8
Valores de deuda	77,6	77,9	73,9	70,7	67,3	64,3	63,6	60,7	63,4
emitidos por residentes	19,6	16,9	13,6	14,8	13,6	14,7	14,8	13,5	15,6
emitidos por no residentes	58,1	61,1	60,4	55,8	53,7	49,6	48,8	47,3	47,8
Otros valores monetarios	11,8	14,5	16,0	16,6	18,7	20,4	21,1	17,4	8,4
Pagarés	2,6	3,2	4,6	5,0	5,9	5,5	5,7	4,9	1,7
emitidos por no bancos domésticos	0,0	0,2	0,7	1,0	0,9	0,6	1,0	1,5	0,7
emitidos por no bancos extranjeros	2,5	3,0	3,9	4,0	5,0	4,9	4,7	3,4	1,0
Otros	9,2	11,3	11,4	11,6	12,8	14,9	15,5	12,6	6,7
emitidos por instit. de crédito domésticas	0,7	0,5	0,7	0,6	1,5	1,1	1,5	1,2	0,7
emitidos por instit. de crédito extranjeras	8,5	10,7	10,2	10,6	11,2	13,6	13,8	11,1	5,2
emitidos por oficinas gubernamentales domésticas	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1
emitidos por oficinas gubernamentales extranjeras	0,1	0,0	0,5	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	0,6
Otros valores		0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0
Derechos de crédito¹	0,1								
Prestatario doméstico	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Prestatario extranjero	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Depósitos bancarios	9,0	6,2	8,3	10,4	12,1	13,1	13,3	19,4	25,8
Otros activos	0,7	0,5	0,5	0,7	0,8	0,7	0,8	1,2	1,0
Pasivo	0,8	0,5	0,9	1,2	0,8	1,2	0,9	1,1	1,3
Patrimonio total	100,0								

Fuente: Deutsche Bundesbank.

1 Borrowers' note loans.

Composición del patrimonio de los fondos monetarios alemanes que invierten en activos denominados en euros

GRÁFICO 25



Fuente: Jank y Wedow (2009).

Nota: El gráfico sólo muestra la distribución del patrimonio de los fondos monetarios que invierten únicamente en activos denominados en euros, que suponen entre el 80 y el 90% del total de fondos monetarios registrados.

* Datos a junio de 2008.

1. Son todos los activos distintos de pagarés y públicos, incluye valores a tipo fijo y variable y valores respaldados por activos (*Asset-backed securities*, ABS).
2. Incluye todos los valores de gobiernos europeos.

3.1.4 Los fondos monetarios domiciliados en Italia

A finales de 2008 el patrimonio de los fondos de liquidez domiciliados en Italia rondaba los 60.000 millones de euros y representaba alrededor del 20% del patrimonio total de fondos de inversión registrados en Italia. Al igual que en Alemania, un gran número de fondos monetarios comercializados en Italia están registrados en Luxemburgo, debido al entorno neutral de impuestos para cualquier ganancia obtenida por un no residente.

Del total de fondos monetarios sobre los que el regulador italiano CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) informó al BCE a finales de 2008, uno tenía vocación internacional (en concreto, norteamericana) con una volatilidad mucho mayor a la de los fondos monetarios euro y similar a la recogida por los fondos con vocación internacional domiciliados en Francia. Para efectuar la comparación con el resto de países europeos, el análisis se va a centrar en los fondos monetarios domiciliados en Italia con vocación euro.

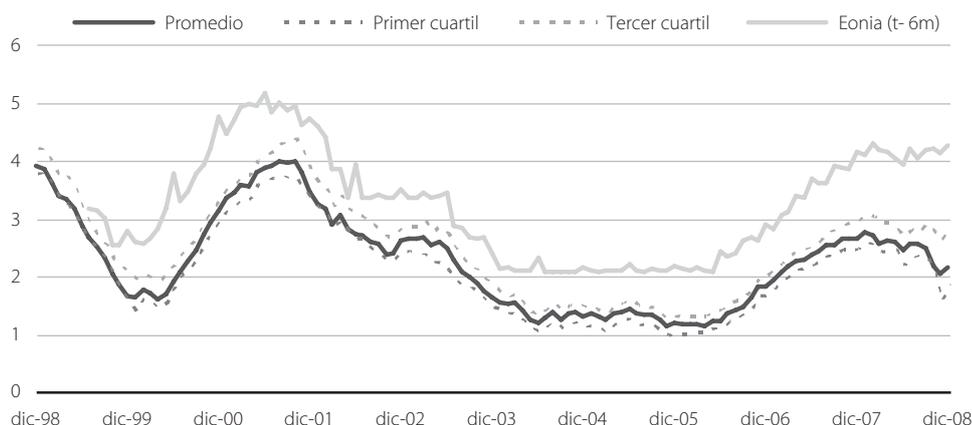
La evolución de la rentabilidad de los fondos monetarios domiciliados en Italia es paralela a la del tipo de interés Eonia a un día desfasado medio año (véase gráfico 26). En concreto, en los tres años previos a la crisis, el diferencial entre ambas rentabilidades rondaba los 120 puntos básicos, mucho mayor a las comisiones de gestión aplicadas por estos fondos (en 2002, fueron de 0,59%).

Históricamente la distribución de la rentabilidad de los fondos monetarios euro domiciliados en Italia ha sido bastante simétrica y cercana a la media. Desde el verano de 2007, la dispersión ha aumentado ligeramente.

La rentabilidad relativamente reducida de los fondos monetarios domiciliados en Italia viene acompañada de una volatilidad también reducida, aunque hasta principios de 2003 era superior a 0,1 (véase gráfico 27). Analizando el porcentaje de fondos monetarios en los distintos rangos de volatilidad, destaca el elevado peso de fondos con volatilidad media (entre 0,1 y 1), aunque con la crisis la volatilidad ha repuntado de forma significativa y a finales de 2008 llegó a ser cinco veces superior a la recogida a mediados de 2007.

Rentabilidad anual media¹ y dispersión² de los fondos monetarios euro en Italia

GRÁFICO 26



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE y Datastream.

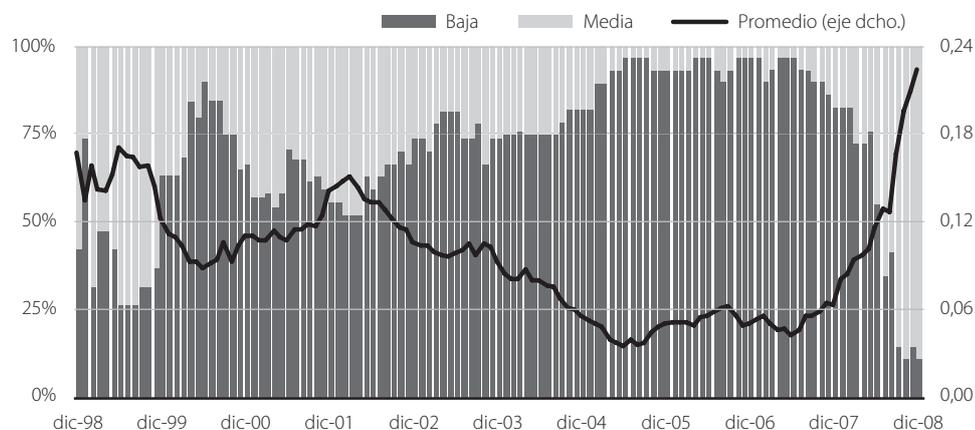
Nota: Los datos reflejan la rentabilidad histórica de los fondos euros que están vivos a diciembre de 2008 según la lista publicada por el BCE.

1 Media aritmética.

2 Para estudiar la dispersión se analizan el primer y el tercer cuartil, los cuales muestran la rentabilidad por debajo de la cual queda el 25% y el 75% de los fondos con menor rentabilidad, respectivamente.

Porcentaje del total de fondos monetarios italianos con volatilidad¹ en los rangos² y volatilidad media³

GRÁFICO 27



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE y Datastream.

Nota: Los datos reflejan la volatilidad histórica de los fondos que están vivos a diciembre de 2008 según la lista publicada por el BCE.

1 Desviación típica de la rentabilidad mensual de los fondos calculada para un periodo de doce meses.

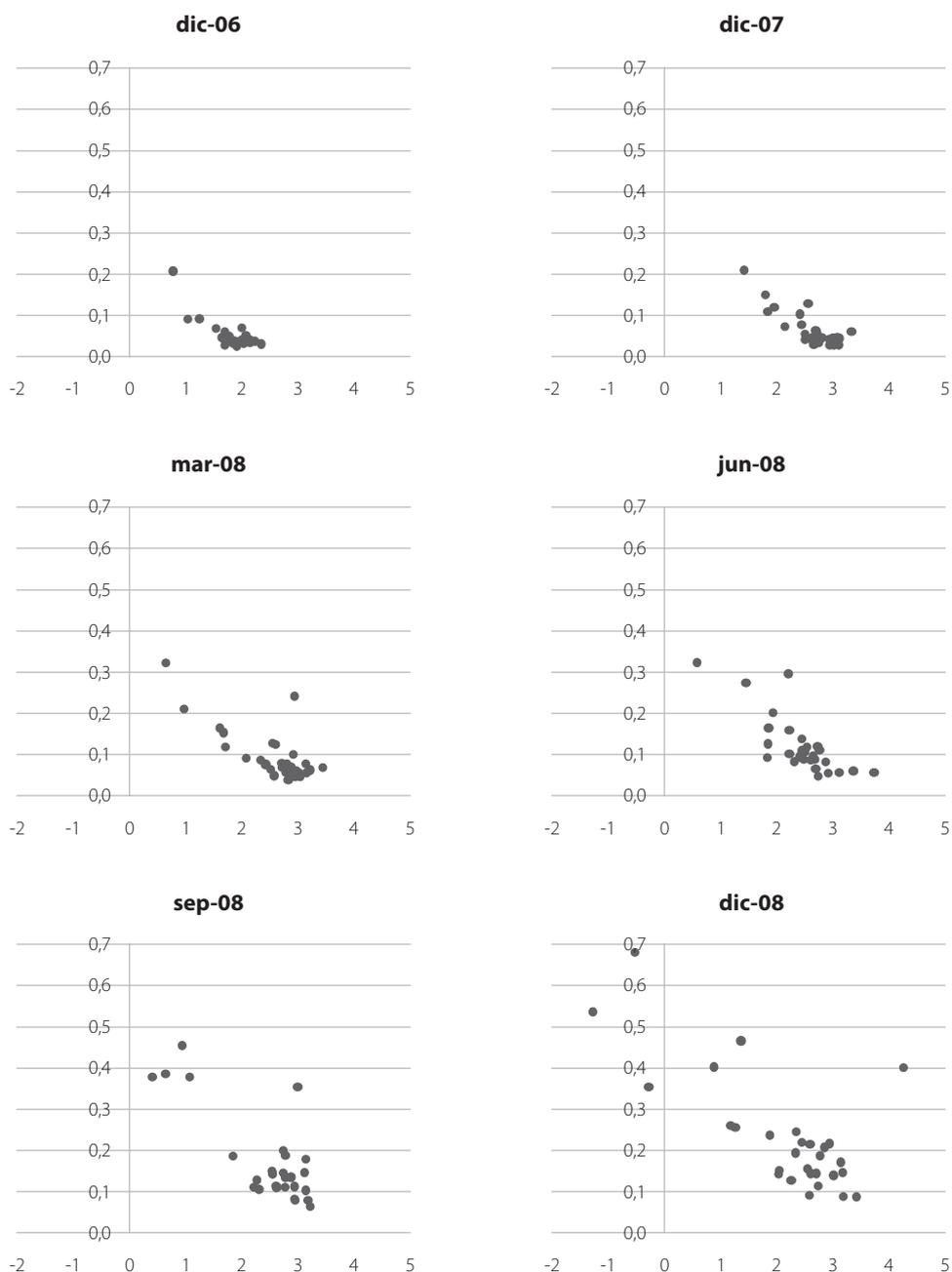
2 Según la Circular 3/1998, de 22 de septiembre, de la CNMV, se considerará que un fondo tiene rentabilidad "baja" si la volatilidad es menor a 0,1, se considerará "media" si está entre 0,1 y 1, se considerará "alta" si está entre 1 y 2,4 y se considerará "muy alta" si es superior a 2,4.

3 Media aritmética.

El gráfico 28 recoge la evolución de la relación entre la rentabilidad y el riesgo de los fondos monetarios de forma individualizada. Ya desde finales de 2006 se observa una pequeña relación negativa entre ambas variables, relación que ha ido intensificándose de forma constante aunque no muy significativa con la crisis.

Gráfico de dispersión de la rentabilidad (eje horizontal) riesgo¹ (eje vertical) de los fondos monetarios euro de Italia

GRÁFICO 28



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE y Datastream.

Nota: Los datos reflejan la relación rentabilidad-riesgo para los fondos monetarios euro que están vivos a diciembre de 2008 según la lista publicada por el BCE.

1 Medido como la desviación estándar de las rentabilidades mensuales durante el año.

3.1.5 Comparación a nivel europeo

Como se percibe en el gráfico 29, la rentabilidad de los fondos monetarios en distintos países de la zona euro, así como su evolución en la actual crisis, ha sido muy desigual.

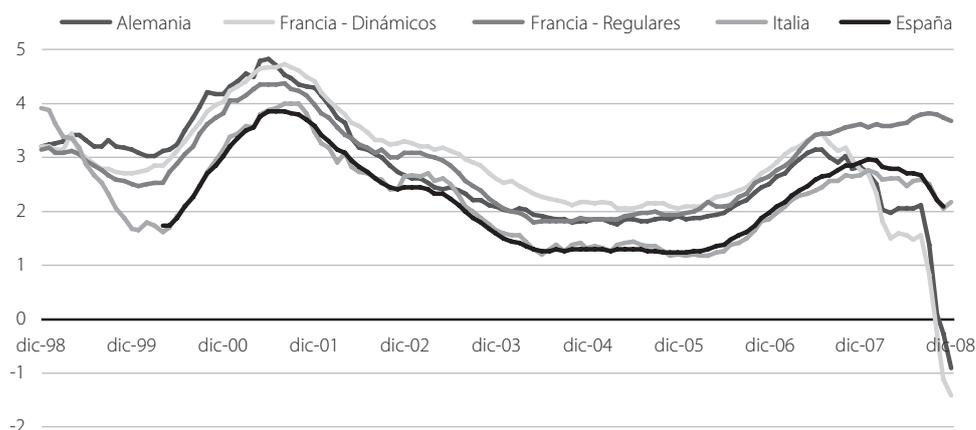
Cabe resaltar que los fondos monetarios domiciliados en España e Italia tienen una rentabilidad relativamente baja comparada con otros países aunque, por el contrario, no han sufrido excesivamente durante la actual crisis financiera. En concreto, en España e Italia la rentabilidad media en los tres años previos al inicio de la crisis se situaba en torno a 120 puntos básicos por debajo del Eonia a un día, frente a los 50-60 puntos básicos observados en Francia y Alemania. Estas diferencias con el Eonia pueden explicarse por dos razones.

Por una parte, por las diferencias en las comisiones de gestión aplicadas por los fondos monetarios de distintos países. En Francia y Alemania el diferencial con el Eonia a un día se debe a las comisiones de gestión impuestas, mientras que en Italia y España éstas no explican en su totalidad el alto diferencial. Estas diferencias en las comisiones aplicadas en los distintos países pueden explicarse en parte por el perfil de los inversores. En España son los inversores minoristas los que invierten principalmente en los fondos monetarios, mientras que en Francia, por el contrario, los clientes tradicionales son las tesorerías de las empresas y los inversores institucionales, siendo la inversión minorista marginal.

Por otra parte, las diferencias también pueden deberse al tipo de activos en los que han invertido los fondos monetarios. La menor rentabilidad observada en España puede explicarse por la composición de la cartera, más enfocada a valores más seguros y líquidos como la renta fija pública (principalmente comprada a través de adquisiciones temporales de activos) y los pagarés de renta fija privada. A finales de 2008 ambos tipos de activos representaban el 66% de la cartera, porcentaje mucho mayor al de los fondos monetarios domiciliados en otros países. Por ejemplo, en 2006 el 12% de la cartera de los fondos monetarios minoristas domiciliados en Alemania estaba invertido en pagarés o deuda pública, porcentaje que ha ido creciendo desde el comienzo de la crisis financiera hasta suponer en junio de 2008 el 26% de la cartera.

Rentabilidad media¹ de los fondos monetarios en distintos países

GRÁFICO 29



Fuente: CNMV, BCE, Lipper y Datastream.

1 Media aritmética.

El actual contexto de crisis ha afectado de forma desigual a los fondos monetarios domiciliados en distintos países. Entre los más afectados se encuentran los fondos monetarios domiciliados en Alemania y los dinámicos de Francia, siendo su evolución muy similar, debido principalmente a los fuertes reembolsos experimentados. Por su parte, en media los fondos monetarios de Italia y España apenas se han visto influenciados por la actual crisis.

En lo que respecta a la dispersión de los fondos monetarios domiciliados en distintos países, cabe mencionar que los de España e Italia han obtenido históricamente rentabilidades muy similares y próximas a la media, mientras que en Alemania este efecto se produce a partir de mediados de 2004. Por su parte, las diferencias en las rentabilidades de fondos monetarios en Francia han sido significativas, debido a la fuerte dispersión de la categoría de fondos regulares (la dispersión de los dinámicos es leve).

Analizando la dispersión se observa que apenas ha cambiado en el último año y medio en los fondos monetarios domiciliados en Italia y en los regulares de Francia, mientras que se ha incrementado significativamente para los fondos de España, Alemania y los dinámicos de Francia, especialmente en estos dos últimos países. Esto refleja que, dentro de un mismo país, el impacto de la crisis ha sido desigual entre fondos, coexistiendo fondos con rentabilidades negativas y, en algunos casos muy negativas, con fondos con rentabilidades relativamente elevadas. En particular, en España, aunque la rentabilidad media de los fondos no se redujo de forma drástica en 2008, el incremento en la dispersión pone de manifiesto la existencia de varios fondos monetarios con rentabilidades negativas, aunque no tan significativas como las de Alemania y los dinámicos de Francia.

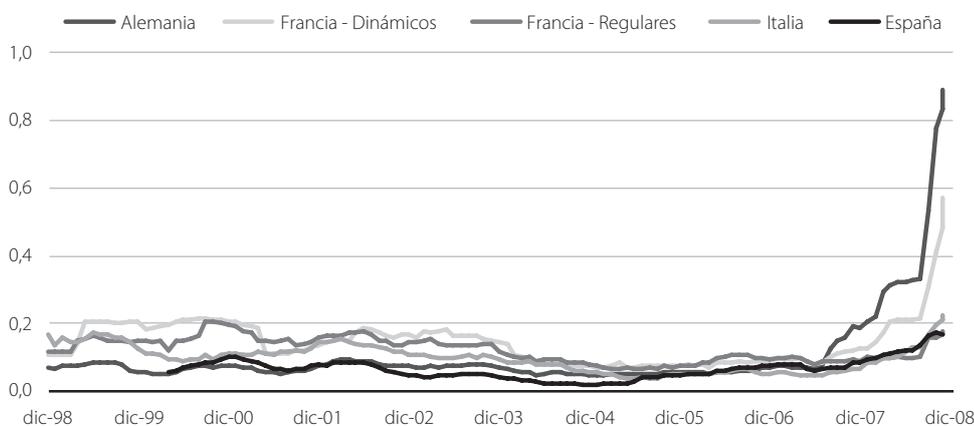
Jank y Wedow (2008) concluyen que la mayor competencia entre los fondos monetarios alemanes ha provocado que las gestoras de los fondos tuvieran incentivos para invertir en activos más arriesgados con vistas a aumentar su rentabilidad. De hecho, en Alemania, varios fondos monetarios han buscado un mayor rendimiento invir-

tiendo en activos menos líquidos, sobre todo en el periodo 2002-2006 cuando los mercados eran bastante líquidos. Los autores concluyen que los fondos monetarios alemanes que han invertido en activos menos líquidos han sido los que han tenido muchos problemas por los altos reembolsos experimentados, que han derivado en rentabilidades negativas significativas. Asimismo, en España, los fondos monetarios que peor se han comportado en la actual crisis han sido aquellos con un elevado nivel de reembolsos netos y con una cartera menos líquida, ya que entre el 25 y el 50% de su cartera estaba invertido en bonos y pagarés de titulización y entre el 25 y el 50% en activos de renta fija privada distintos de pagarés emitidos por españoles.

Por otra parte, la volatilidad de los fondos monetarios ha sido diferente para los distintos países analizados (véase gráfico 30). La mayor rentabilidad de los fondos monetarios domiciliados en Francia viene acompañada por una volatilidad también mayor, tanto para los fondos dinámicos como para los regulares, lo que puede explicarse por el mayor riesgo de tipo de interés de estos fondos, debido a que pueden invertir en activos con un mayor vencimiento. A su vez, cabe mencionar que históricamente la volatilidad de los fondos monetarios de Alemania ha sido relativamente reducida, similar a la de los fondos españoles e inferior a la de los italianos, mientras que la rentabilidad ha sido mayor a la de estos dos últimos países. Desde el comienzo de la crisis destaca el repunte de la volatilidad de los fondos monetarios domiciliados en Alemania y de los dinámicos de Francia, debido al mal comportamiento observado en dichos fondos.

Volatilidad¹ media² de los fondos monetarios en distintos países

GRÁFICO 30



Fuente: CNMV, BCE, Lipper y Datastream.

1 Desviación típica de la rentabilidad mensual de los fondos calculada para un periodo de doce meses.

2 Media aritmética.

Con todo esto, se puede concluir que en la zona euro el efecto de la crisis financiera ha sido muy dispar entre países e incluso dentro de un mismo país debido a las distintas carteras posibles con las definiciones existentes, que han permitido, en mayor o menor medida, la existencia de fondos monetarios más arriesgados. En términos generales, en la zona euro coexisten dos tipos de fondos de inversión monetarios: aquellos que persiguen mantener un nivel de liquidez y seguridad y los que tienen

una gestión enfocada a conseguir una rentabilidad mayor. Entre los primeros se encontrarían la mayoría de fondos domiciliados en España, en Italia y los denominados fondos regulares de Francia, mientras que entre los segundos estarían la mayoría de los domiciliados en Alemania y los fondos dinámicos de Francia. Los segundos tipos de fondos son los que se han visto más afectados por la actual crisis de liquidez, ya que para conseguir esta mayor rentabilidad invirtieron en activos menos líquidos, difíciles de vender cuando aumentaron los reembolsos. EFAMA lleva tiempo pidiendo que el BCE acuda de alguna manera al rescate de estos productos.

3.2 Efectos en los fondos monetarios del Reino Unido

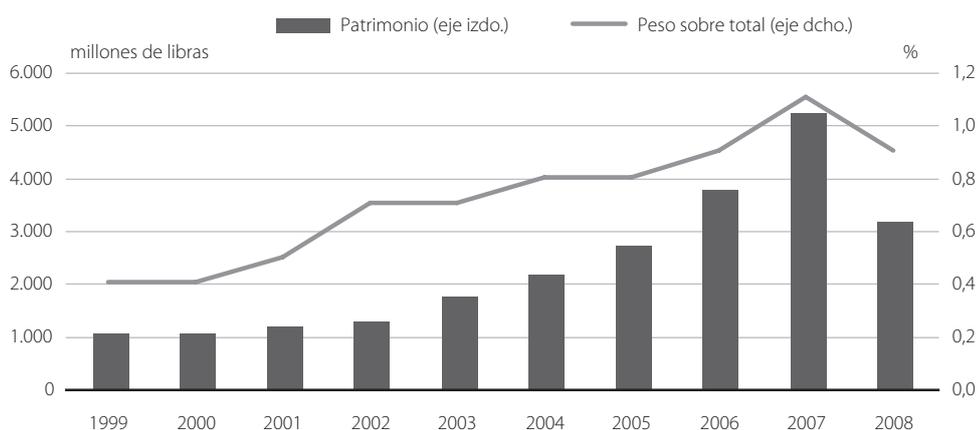
A finales de 2008 había 37 fondos monetarios en libras registrados en el Reino Unido con un patrimonio de 3.200 millones de libras, representando el 0,9% del patrimonio total de fondos de inversión del país (véase gráfico 31). Aunque gestionados en Londres, la mayoría de los fondos monetarios en libras están domiciliados en centros *offshore*, principalmente en Luxemburgo y Dublín, los cuales han tenido históricamente cargas impositivas sobre sociedades inferiores³⁷ y unas restricciones más flexibles por parte de las autoridades regulatorias³⁸ tales que han permitido fomentar la industria de fondos monetarios. En 2004, el patrimonio de los fondos monetarios en libras domiciliados en centros *offshore* rondaba los 50.000 millones de libras y estaba creciendo a una tasa del 30% anual. En dicho año, los fondos monetarios en libras domiciliados en el Reino Unido apenas suponían el 4% del patrimonio total de fondo monetarios en libras.

El tipo de inversor difiere según dónde esté registrado el fondo; así, mientras que la mayoría de los fondos monetarios en libras registrados en el Reino Unido son minoristas, los domiciliados en centros *offshore* son típicamente institucionales.

37 Para un mayor detalle de las diferencias en las cargas impositivas en distintas jurisdicciones europeas, véase Ramírez, E. (2009).

38 Según Hilton (2004), el Banco Central de Irlanda fue la primera autoridad que permitía a fondos de inversión autorizados bajo la directiva de UCITS invertir en valores no negociables. Valores que son esenciales para los fondos monetarios en libras ya que han estado invirtiendo de forma significativa en pagarés y certificados de depósitos.

Patrimonio de los fondos monetarios domiciliados en el Reino Unido y peso sobre el patrimonio total de los fondos de inversión GRÁFICO 31



Fuente: Investment Management Association.

Nota: Según Investment Management Association, los fondos monetarios son fondos que invierten al menos el 95% del patrimonio en instrumentos del mercado monetario (dinero y próximos del dinero, como los depósitos bancarios, certificados de depósito, valores de renta fija a muy corto plazo y obligaciones a tipos variables).

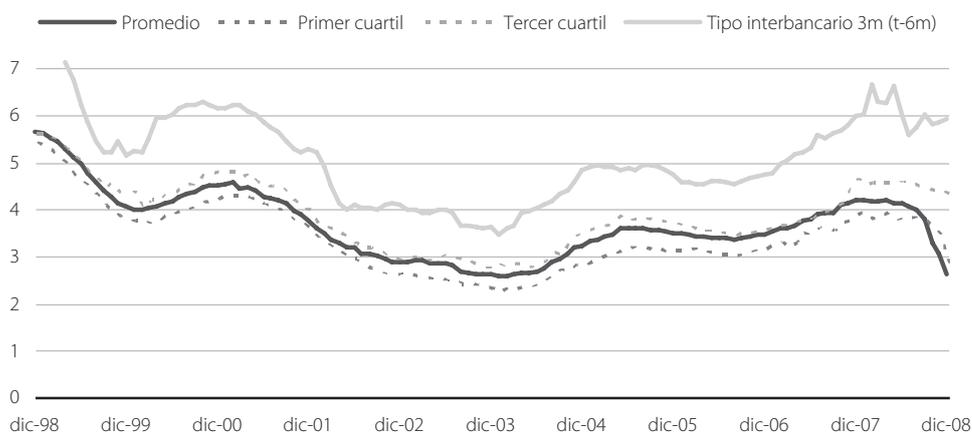
La rentabilidad media de los fondos monetarios en libras domiciliados en el Reino Unido difiere sustancialmente del tipo de interés interbancario de libras a tres meses desfasado medio año (véase gráfico 32). En los tres años previos al comienzo de la crisis financiera, el diferencial entre ambos rendimientos rondaba los 130 puntos básicos. Cabe resaltar que la rentabilidad de los fondos monetarios en libras domiciliados en centros *offshore* ha sido históricamente 70 puntos básicos superior a los fondos monetarios en libras domiciliados en el Reino Unido. Como ya se ha comentado, dicho diferencial se debe a dos razones principales. Primero, a las diferencias impositivas entre las distintas jurisdicciones. Segundo, a las distintas limitaciones en las inversiones elegibles en distintas jurisdicciones, aunque, con respecto a este punto, cabe resaltar que la mayoría de fondos monetarios en libras registrados en centros *offshore* tienen asignado un *rating* AAA por una agencia de calificación crediticia y deben cumplir las mayores restricciones que las agencias les imponen.

La dispersión en las rentabilidades de los fondos monetarios domiciliados en el Reino Unido ha sido históricamente reducida, aumentando de forma leve en el actual contexto de crisis. Desde mediados de 2008 la rentabilidad media de los fondos monetarios ha descendido de forma significativa hasta situarse en niveles inferiores al primer cuartil, lo que implica la existencia de fondos con rentabilidades negativas.

La escasa rentabilidad de los fondos monetarios viene acompañada de una volatilidad relativamente reducida (véase gráfico 33). Hasta el comienzo de la crisis financiera, la volatilidad media había sido históricamente inferior a 0,1, media que ha aumentado significativamente en el último año y medio.

Rentabilidad anual media¹ y dispersión² de los fondos monetarios domiciliados en el Reino Unido comparado con el tipo interbancario a 3 meses desfasado seis meses

GRÁFICO 32



Fuente: Lipper y Datastream.

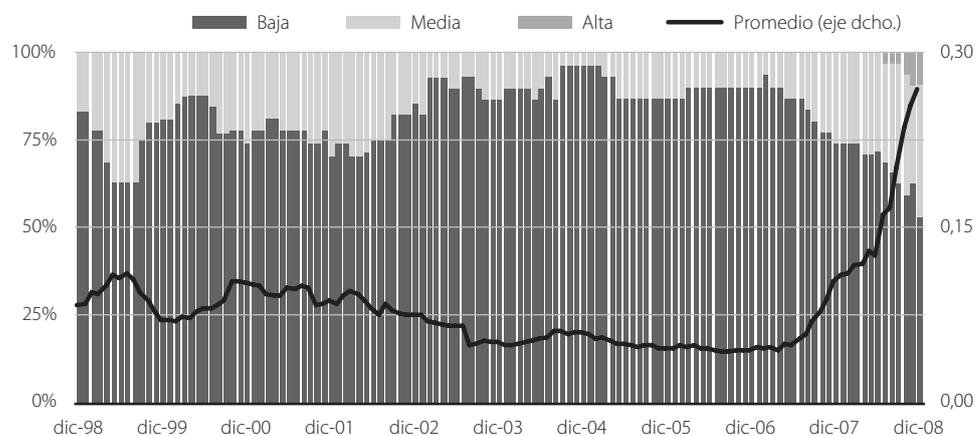
Nota: Los datos reflejan la rentabilidad histórica de los fondos que están vivos a diciembre de 2008 según Lipper.

1 Media aritmética.

2 Para estudiar la dispersión se analizan el primer y el tercer cuartil, los cuales muestran la rentabilidad por debajo de la cual quedan el 25% y el 75% de los fondos con menor rentabilidad, respectivamente.

Porcentaje del total de fondos monetarios británicos con volatilidad¹ en los rangos² y volatilidad media³

GRÁFICO 33



Fuente: Lipper.

1 Desviación típica de la rentabilidad mensual de los fondos calculada para un periodo de doce meses.

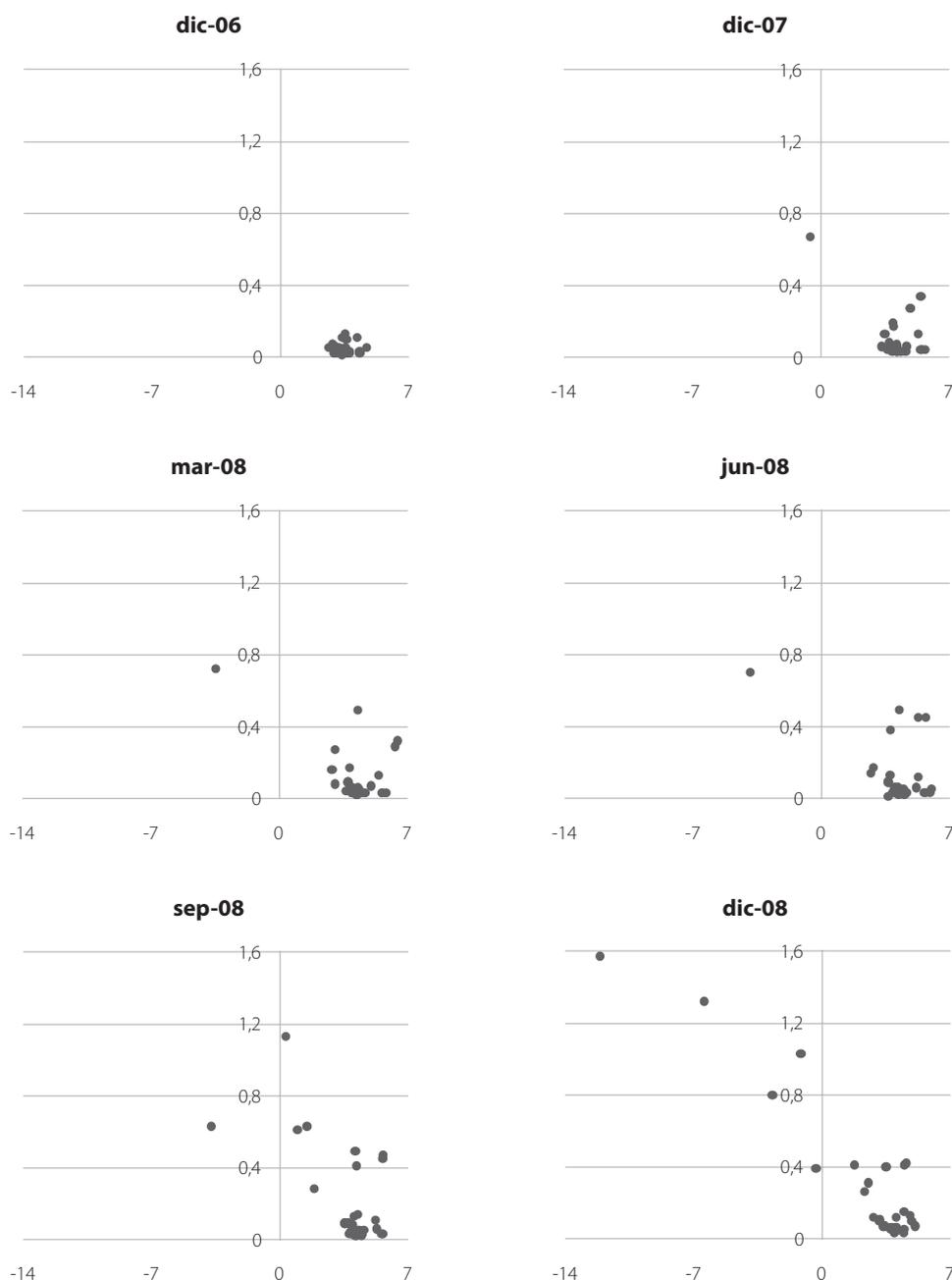
2 Según la Circular 3/1998, de 22 de septiembre, de la CNMV, se considerará que un fondo tiene rentabilidad "baja" si la volatilidad es menor a 0,1, se considerará "media" si está entre 0,1 y 1, se considerará "alta" si está entre 1 y 2,4 y se considerará "muy alta" si es superior a 2,4.

3 Media aritmética.

El gráfico 34 recoge la relación entre la rentabilidad y el riesgo para los fondos monetarios domiciliados en el Reino Unido de forma individualizada. Destaca que la relación negativa entre ambas variables se produce en el segundo semestre de 2008.

Gráfico de dispersión de la rentabilidad (eje horizontal) riesgo¹ (eje vertical) de los fondos de inversión en libras del Reino Unido

GRÁFICO 34



Fuente: Lipper.

1 Medido como la desviación estándar de las rentabilidades mensuales durante el año.

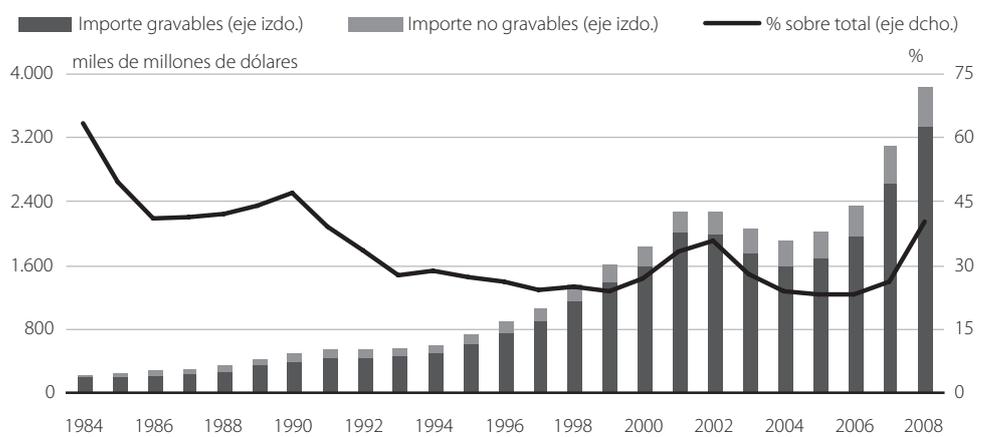
3.3 Efectos en los fondos monetarios de Estados Unidos

Estados Unidos posee el mercado de fondos monetarios mayor del mundo con un patrimonio a finales de 2008 de 3.840 millardos de dólares, un 20% mayor al de finales de 2007. Los fondos monetarios representan un importante porcentaje del mercado de fondos de inversión de Estados Unidos, peso que creció de forma im-

portante en 2008. En concreto, mientras que en 2007 el 26% del patrimonio total lo constituían los fondos monetarios, en 2008 alcanzaban el 40% (ver gráfico 35).

Por tipo de fondo monetario, cabe mencionar que los fondos gravables no gubernamentales son los que tienen un mayor patrimonio (el 49% del total de monetarios a finales de 2008), seguido de los gravables del Gobierno (con el 38% del total) y, en menor medida, los fondos exentos de impuestos (con el 13%). Los fondos gravables no gubernamentales perdieron cerca del 10% del peso en septiembre de 2008 debido a la huida de las inversiones de los institucionales a fondos gravables del Gobierno tras la quiebra de Lehman Brothers.

Patrimonio por tipo de fondo y porcentaje sobre el patrimonio total de los fondos en Estados Unidos GRÁFICO 35



Fuente: Investment Company Institute.

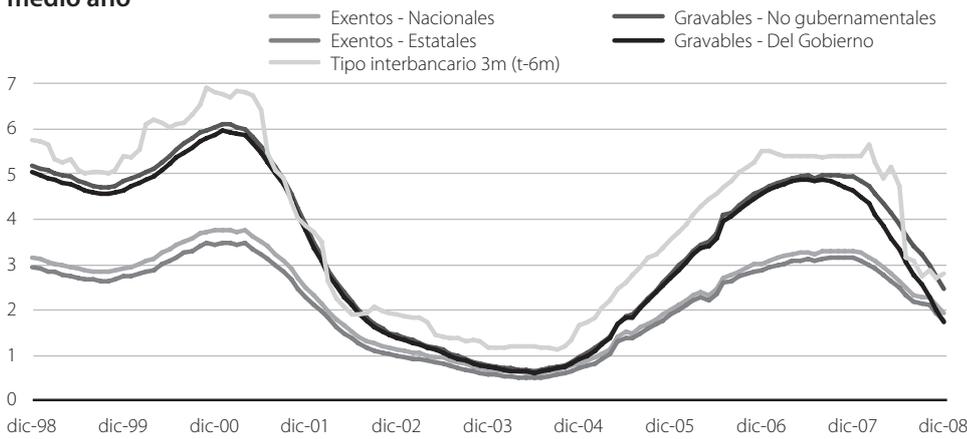
Nota: Están excluidos los fondos que invierten fundamentalmente en otros fondos.

La rentabilidad de los fondos monetarios domiciliados en Estados Unidos difiere sustancialmente entre aquellos que están exentos de impuestos y los que no lo están, especialmente en periodos con tipos de interés elevados (véase gráfico 36). En general, la rentabilidad de los fondos está muy correlacionada con el tipo interbancario a 3 meses desfasado medio año. Así, para los fondos gravables el diferencial entre ambos tipos de interés ronda los 50-100 puntos básicos, mientras que para los fondos exentos de impuestos el diferencial coincide con el de los fondos gravables cuando los tipos son bajos y oscila en torno a los 250 puntos básicos en periodos con altos tipos de interés. Se debe resaltar que en Estados Unidos las comisiones de los fondos monetarios son menores a las observadas en Europa; por ejemplo, en 2007 fueron del 0,39%.

La dispersión entre los distintos tipos de fondos monetarios es muy reducida (véase gráfico 37) y no se ha visto influenciada durante la crisis de las *subprime*, manteniéndose estable dentro de cada tipo de fondo monetario.

Rentabilidad anual media¹ de los fondos monetarios en EEUU por tipo de fondo comparado con el tipo interbancario a tres meses desfasado medio año

GRÁFICO 36



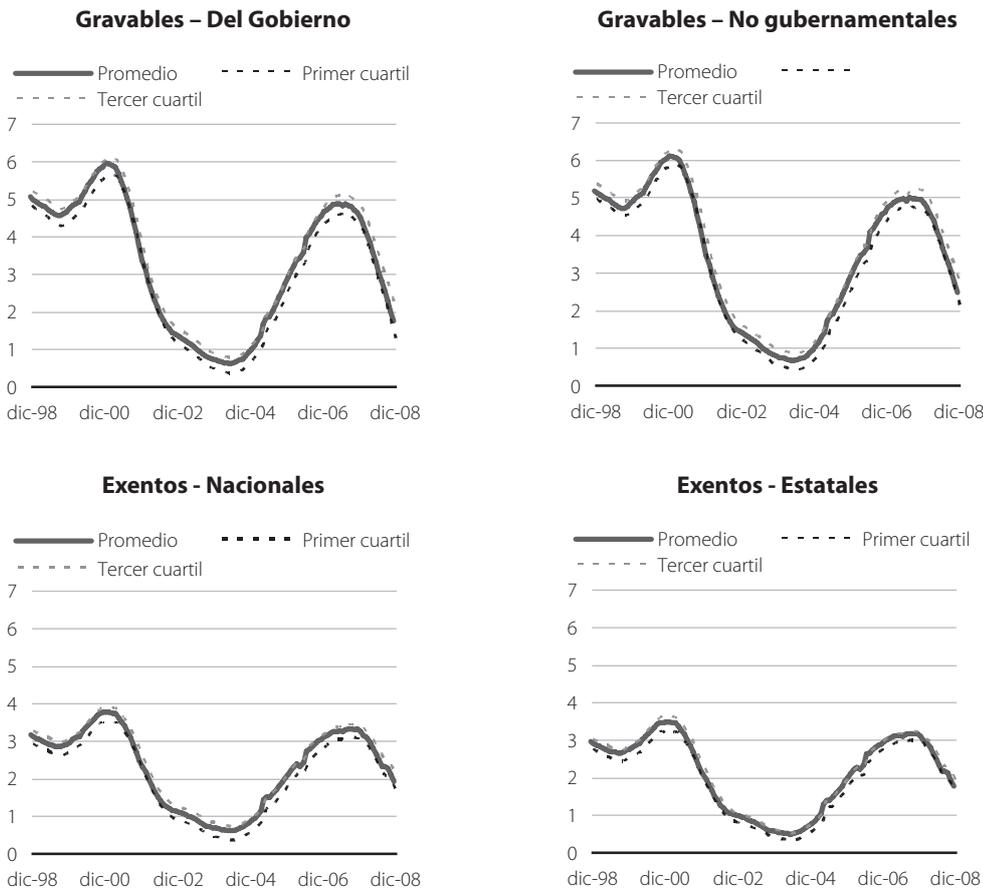
Fuente: Lipper y Datastream.

Nota: Los datos reflejan la rentabilidad histórica de los fondos que están vivos en la última fecha.

1 Media aritmética.

Rentabilidad anual media¹ y dispersión de los fondos monetarios en EEUU. Comparación por tipo de fondo

GRÁFICO 37



Fuente: Elaboración propia con datos de Lipper.

Nota: Los datos reflejan la rentabilidad histórica de los fondos que están vivos en la última fecha.

1 Media aritmética.

Durante el actual contexto de crisis, los fondos monetarios domiciliados en Estados Unidos apenas se han visto afectados y los descensos de rentabilidad registrados en el último año y medio han sido fruto de reducciones de los tipos de interés oficiales. A diferencia de lo observado en Europa, desde el comienzo de la crisis los fondos monetarios americanos han experimentado entradas de capital tanto de inversores minoristas como de grandes empresas, lo que puede atribuirse a tres factores:

1. Habitualmente los fondos monetarios tienen suscripciones netas positivas cuando los tipos a corto son bajos, ya que la rentabilidad de estos se ajusta con cierto desfase comparado con otros productos competidores.
2. La inestabilidad e iliquidez observada en los mercados de crédito provocó que las tesorerías de las empresas utilizaran más los fondos monetarios.
3. El Departamento del Tesoro de Estados Unidos estableció en septiembre de 2008 un programa opcional de garantía temporal para esta industria, lo que puso freno a los fuertes reembolsos que se habían producido tras la quiebra de Lehman Brothers. En concreto, el seguro garantiza durante un año restaurar el NAV a un dólar a aquellos fondos monetarios (tanto minoristas como institucionales) que se inscriban en el programa, que estén regulados por la Regla 2a-7, propuestos y registrados por la SEC y cuyo NAV descienda por debajo de un dólar³⁹.

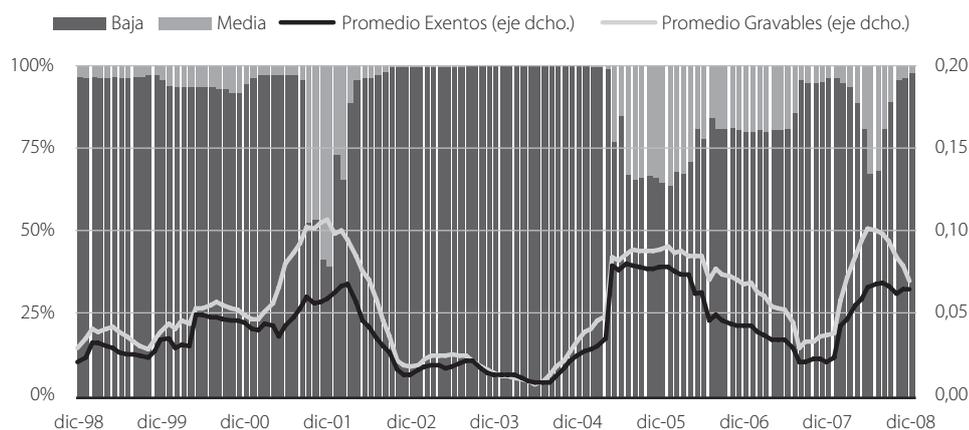
Como se comentaba anteriormente, los fondos monetarios que experimentaron mayores reembolsos netos en septiembre de 2008 fueron los gravables no gubernamentales, que perdieron cerca del 10% del peso sobre el patrimonio total debido a la huida de los inversores institucionales. Pese a esta huida de capital, la rentabilidad de estos fondos no se vio afectada.

Esta rentabilidad ha venido acompañada de una volatilidad reducida, en general menor a la de los fondos monetarios europeos (véase gráfico 38).

39 Este programa es similar al Fondo de Garantía de Depósitos en el caso de que un banco quiebre ya que, hasta ese momento, a diferencia de los depósitos bancarios, los fondos monetarios no estaban asegurados por el Gobierno.

**Porcentaje del total de fondos monetarios de EEUU con volatilidad¹
en los rangos² y volatilidad media por tipo de fondo³**

GRÁFICO 38



Fuente: Elaboración propia con datos de Lipper.

- 1 Desviación típica de la rentabilidad mensual de los fondos calculada para un periodo de doce meses.
- 2 Según la Circular 3/1998, de 22 de septiembre, de la CNMV, se considerará que un fondo tiene rentabilidad "baja" si la volatilidad es menor a 0,1, se considerará "media" si está entre 0,1 y 1, se considerará "alta" si está entre 1 y 2,4 y se considerará "muy alta" si es superior a 2,4.
- 3 Media aritmética.

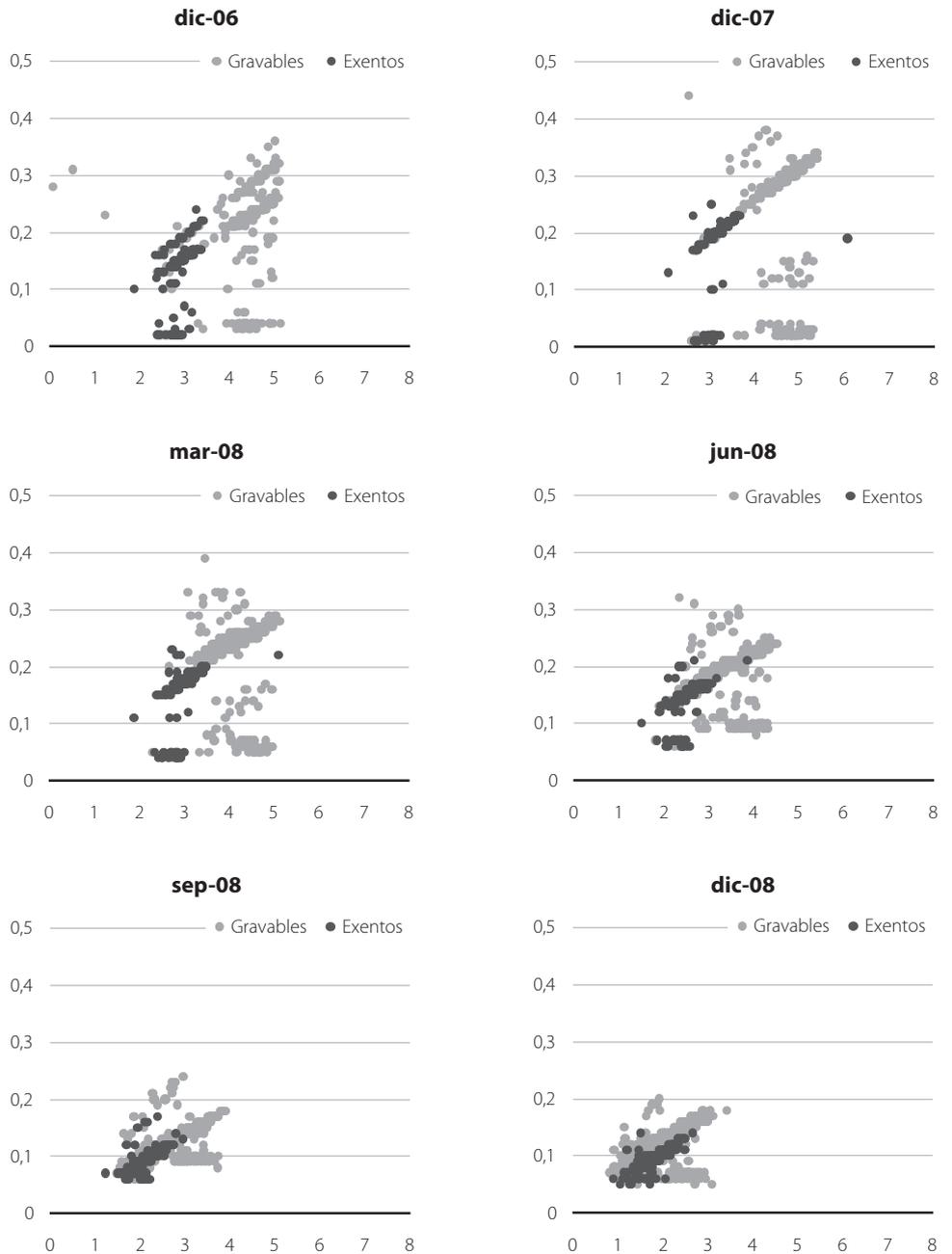
En el gráfico 39 se recoge la relación entre la rentabilidad y la volatilidad de los fondos monetarios de forma individualizada antes y durante la crisis financiera. A diferencia de todos los países europeos analizados, la relación entre ambas variables es positiva, manteniéndose esta relación a lo largo de 2008. Por tipo de fondo destaca que durante 2008 los distintos fondos domiciliados en Estados Unidos se han igualado tanto en la rentabilidad que ofrecen como en la volatilidad que muestran.

La crisis financiera ha afectado, no tanto a los inversores de fondos monetarios norteamericanos, sino a los organismos que los gestionan, debido al riesgo que asumen al comprometerse a mantener un NAV igual a un dólar. De hecho, desde julio de 2007 aproximadamente un tercio de los 100 mayores fondos monetarios han recibido apoyo financiero del *sponsor* del fondo de varias maneras: comprando aquellos activos contaminados a la par o proporcionando al fondo una garantía que cubre la cantidad del valor a la par. Para recibir un mayor apoyo, en septiembre de 2008 la Reserva Federal estableció un programa⁴⁰ para comprar de la cartera de fondos monetarios *asset-backed commercial papers* (ABCP) de alta calidad bajo ciertas condiciones, así como certificados de depósito y pagarés emitidos por instituciones financieras con un *rating* alto y con vencimientos no superiores a 90 días. La intención de este programa era fomentar la liquidez del mercado de ABCP y de los mercados monetarios en general.

40 Del total de activos de la Reserva Federal, los préstamos por este programa supusieron el 6% del total el 24 de septiembre de 2008 y el 1% el 14 de enero de 2009.

Gráfico de dispersión de la rentabilidad (eje horizontal) riesgo¹ (eje vertical) de fondos monetarios de Estados Unidos por tipo de fondo

GRÁFICO 39



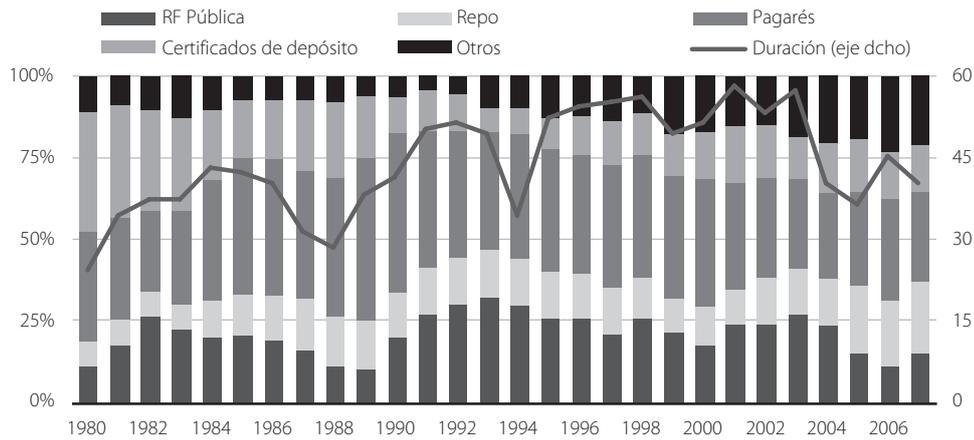
Fuente: Elaboración propia con datos de Lipper.

1 Medido como la desviación estándar de las rentabilidades mensuales durante el año.

La cartera de los fondos monetarios se caracteriza por tener un elevado peso de activos no muy arriesgados: a finales de 2007 los activos públicos, los pagarés y los repos representaban el 15%, el 27% y el 22% de la cartera, respectivamente (véase gráfico 40). Aunque su importancia ha disminuido a lo largo del tiempo, a principios de los noventa estos tres tipos de activos suponían el 83% de la cartera, frente al 65% que representaban en 2007 debido principalmente al descenso de activos pú-

blicos y de pagarés. Además, hay que señalar que cuando bajan los tipos de interés la composición de la cartera cambia a favor de activos menos arriesgados (como activos públicos y repos) a lo que se une el alargamiento del vencimiento medio de la cartera (hasta 2004 el vencimiento medio oscilaba entre 45 y 60 días, descendiendo posteriormente hasta los 30-45 días).

Composición de la cartera de los fondos monetarios gravables en EEUU por tipo de emisor (eje izdo.) y vencimiento medio de la cartera en días (eje dcho.) GRÁFICO 40



Fuente: Investment Company Institute.

4 Reacción de reguladores y organismos internacionales

Debido a los efectos observados durante la crisis, la preocupación por los fondos monetarios se ha extendido en los últimos meses a distintos reguladores y organismos internacionales.

En Europa, la CNMV y la AMF francesa acaban de proponer unas limitaciones más estrictas en la definición de fondo monetario (véase las definiciones en el segundo apartado). Adicionalmente, el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) está desarrollando el establecimiento de una definición/clasificación común, una revisión de la normativa vigente y la evaluación de mecanismos para gestionar la liquidez en condiciones excepcionales de mercado. La idea de CESR es, además de proponer una definición homogénea de fondo monetario, revisar los activos elegibles y analizar las medidas nacionales sobre suspensiones y reembolsos parciales.

En lo que respecta a los fondos monetarios domiciliados en Estados Unidos, el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, ha señalado⁴¹ que las autoridades deberían considerar la manera de aumentar la fortaleza de determinados fondos monetarios. Para ello sugiere dos propuestas. La primera consistiría en imponer restricciones más estrictas sobre los instrumentos en los que los fondos monetarios pueden invertir, requiriendo vencimientos más cortos y una liquidez mayor. La segunda perseguiría desarrollar un sistema limitado de seguro para aquellos fondos que buscan mantener un valor liquidativo estable.

Por otra parte, el 15 de enero de 2009, un comité de dirección del Grupo de los Treinta publicó el documento *Reforma Financiera: Un Marco para la Estabilidad Financiera*, como respuesta a la evidencia de los peligros de la existencia de instituciones sin capital ni supervisión ni seguridad que operan como instituciones que transforman el vencimiento y el riesgo de liquidez de las inversiones. Contiene dos recomendaciones en cuanto a los fondos del mercado monetario:

1. Los fondos monetarios que deseen seguir ofreciendo servicios similares a los bancos (tales como servicios de cuentas corrientes, retiradas a petición a la par o el compromiso de mantener el valor liquidativo estable a la par) deben ser obligados a reorganizarse como bancos de propósito especial, con la correspondiente regulación y supervisión prudencial, seguros gubernamentales y acceso a las facilidades de última instancia del banco central.
2. El resto de instituciones que permanezcan como fondos monetarios deberán ofrecer únicamente opciones de inversión conservadoras, con ganancias poten-

41 Discurso impartido el 10 de marzo de 2009 en el Consejo de Relaciones Exteriores, Washington, D.C.

ciales de capital moderadas y riesgos relativamente bajos. Estas instituciones deben estar claramente diferenciados de aquellos instrumentos ofrecidos por los bancos y asegurados por el gobierno federal, como pueden ser los fondos de depósitos del mercado monetario, y no tener garantías explícitas ni implícitas de que los fondos puedan ser retirados a petición de los inversores con un valor liquidativo estable. Los fondos monetarios no deberían estar autorizados a utilizar un método de valoración del coste amortizado, con la implicación de que su valor liquidativo podrá fluctuar en lugar de estar fijo en un dólar por acción.

El 17 de marzo de 2009, el comité ejecutivo del Consejo del Investment Company Institute (ICI) publicó un conjunto de recomendaciones para mejorar el funcionamiento del mercado monetario y, en particular, la operativa y regulación de los fondos monetarios. Las recomendaciones están diseñadas para tratar básicamente dos aspectos: (i) los fondos monetarios deberían estar mejor posicionados para poder mantenerse estables en periodos largos y extremos de fuertes reembolsos y (ii) cuando un fondo monetario no puede mantener un NAV igual a un dólar, los accionistas deberían ser tratados de una forma equitativa, lo cual podría implicar que los fondos deberían poder suspender reembolsos de forma temporal para prepararse a su liquidación.

Las lecciones aprendidas durante el actual contexto de crisis y las consiguientes recomendaciones propuestas por ICI podrían ser tenidas en cuenta por reguladores europeos para la mejora de la definición y el funcionamiento de los fondos monetarios. Estos conciernen a los siguientes puntos:

1. **Liquidez.** Durante condiciones de mercado extraordinarias, los niveles de liquidez de los fondos monetarios pueden no ser suficientes para hacer frente a los reembolsos. Por esto las recomendaciones son dos:
 - La SEC debería modificar la Regla 2a-7 asignando explícitamente un nivel de liquidez mínimo diario (5%) y semanal (20%).
 - La SEC debería modificar la Regla 2a-7 para que los fondos monetarios realicen regularmente *stress testings* para valorar la capacidad de una cartera ante niveles hipotéticos de riesgo de crédito, de realizar reembolsos de los accionistas y de soportar cambios en los tipos de interés.
2. **Vencimiento de la cartera.** Durante condiciones de mercado extraordinarias, algunos fondos monetarios podrían tener un vencimiento medio ponderado de la cartera demasiado elevado. Por esto las recomendaciones son dos:
 - La SEC debería modificar la Regla 2a-7 reduciendo el límite actual del vencimiento medio ponderado (WAM) de los fondos monetarios de 90 días a 75 días.
 - La SEC debería modificar la Regla 2a-7 creando una nueva medida del

vencimiento de la cartera denominada “spread WAM” que debe ser inferior a 120 días. El nuevo test calcula el vencimiento medio ponderado usando una metodología de cálculo más conservadora.

3. **Análisis del crédito.** Debe mejorar el análisis del crédito y de las nuevas estructuras de los productos. Por esto las recomendaciones son cuatro:

- La SEC debería modificar la Regla 2a-7 para exigir a los asesores de los fondos monetarios que establezcan alguna comisión encargada de revisar y aprobar nuevos productos antes de que los fondos inviertan en ellos.
- Los asesores de los fondos monetarios deberían mejorar sus criterios a la hora de determinar el riesgo de crédito mínimo.
- La SEC debería considerar los activos con *ratings* aportados por las agencias de calificación NRSRO de la Regla 2a-7 como un importante suelo de las posibles inversiones de los fondos monetarios. Esta recomendación surge tras la propuesta de la SEC de eliminar todas las referencias a la *rating* de las NRSRO en la Regla 2a-7 por la excesiva dependencia que existe de estas agencias, reemplazándolas por un nivel estándar subjetivo para evaluar y seguir los valores dentro de la Regla⁴².
- La SEC debería modificar la Regla 2a-7 para exigir a los asesores de los fondos monetarios que designen y hagan público un mínimo de tres NRSRO que el asesor tiene en cuenta para determinar la elegibilidad de valores de la cartera.

4. **Riesgo cliente.** Algunos clientes pueden plantear riesgos a los fondos monetarios, por el nivel de concentración que suponen, por su falta de transparencia o por la alta frecuencia de sus operaciones. Por esto las recomendaciones son dos:

- La SEC debería exigir a los fondos monetarios que desarrollen procedimientos de admisión de accionistas para asegurar que los fondos (1) conocen los reembolsos esperados y las necesidades de liquidez de los inversores o (2) si esa información no está disponible, mitiguen los posibles efectos adversos que pueden resultar de una falta de previsión de esas cuestiones.
- La SEC debería exigir a los fondos monetarios que informen mensualmente en su página web de los niveles de concentración de sus clientes por tipo de cliente y de los riesgos que dicha concentración puede plantear al fondo.

5. **Posibilidad de un “pánico”.** Los fondos monetarios deben estar mejor equipados para parar un “pánico”, en su inicio o en curso. Son dos las recomendaciones:

42 Para una mayor información, véase “References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations”, SEC Release No. IC-28327 (July 11, 2008), disponible en la página web: <http://sec.gov/rules/proposed/2008/ic-28327.pdf>.

- El consejo del fondo monetario, incluidos los directivos independientes, o un comité del mismo, bajo ciertas circunstancias deberían tener autorización para suspender los reembolsos y compras del fondo durante cinco días hábiles, con el objetivo de buscar una solución para un fondo cuyo valor liquidativo se sitúe por debajo de un dólar o cuando se crea que esto podría suceder en breve.
 - La SEC debería adoptar una regla similar a la Regla 22e-3T de la Ley de Sociedades de Inversión de 1940, ya derogada, por la que se permitía a los fondos monetarios suspender los reembolsos para prepararlos para su liquidación según el Programa de Garantía Temporal del Departamento del Tesoro para los Fondos Monetarios. Dentro de los cinco días hábiles siguientes al anuncio de la suspensión y liquidación, el consejo del fondo debería aprobar su plan de liquidación y el fondo debería anunciarlo a los accionistas.
6. **Confusión de los inversores y del mercado sobre los fondos monetarios.** Muchos inversores creen que los fondos monetarios devolverán siempre el principal. Por otra parte, existen productos confusos que parecen similares a los fondos monetarios pero que no cumplen las limitaciones de exposición al riesgo impuestas para estos fondos. Tres son las recomendaciones relacionadas con esto:
- Los fondos monetarios deberían revisar la información sobre el riesgo que se transmite a los inversores y al mercado.
 - La SEC debería exigir a los fondos monetarios que informen sobre los activos de la cartera mensualmente a través de su página web.
 - La SEC debería adoptar una norma en la Ley de Sociedades de Inversión de 1940 aplicable a los asesores de fondos no registrados, que evite la confusión del inversor y del mercado sobre fondos que parecen ser similares a los fondos monetarios, pero que no cumplen las limitaciones de exposición al riesgo impuestas a los fondos monetarios.
7. **Supervisión del Gobierno.** Para vigilar el mercado monetario, el Gobierno necesita información detallada y oportuna sobre los inversores institucionales del mercado monetario, incluidos los fondos monetarios. Por esto las recomendaciones son dos:
- La industria del mercado monetario debería proporcionar información reservada sobre todos los inversores institucionales del mercado monetario.
 - La SEC debería tener un plan de supervisión que identifique los fondos monetarios que, por categoría y excluyendo comisiones, tienen rentabilidades que claramente exceden a sus homólogos durante algún mes y que pueda determinar las razones por las que ha obtenido dicha rentabilidad. Adicionalmente se propone seguir cada mes un grupo de diez fondos monetarios más elegidos al azar.
8. **Recursos del gobierno.** Durante la crisis financiera, algunos asesores (o sus

filiales) decidieron ayudar a sus fondos monetarios para proteger a sus accionistas de sufrir pérdidas del principal. Entre otras cosas, compraron valores elegibles de un fondo, operación que requiere ser aprobada con anterioridad por la SEC. Actualmente la SEC no tiene que recibir notificación de las compras de valores ya no calificados como elegibles realizadas por parte de una filial, debido a que la Regla 17a-9 lo permite. Adicionalmente, la Regla 17a-9 sólo permite a las filiales adquirir valores que ya no son elegibles. Relacionado con esto, dos son las recomendaciones aportadas:

- La SEC debería modificar la Regla 17a-9 para permitir a un fondo monetario filial comprar un valor elegible de un fondo.
- La SEC debería modificar la Regla 2a-7 para exigir información reservada sobre cualquier compra de las filiales en relación con la Regla 17a-9.

9. **Programas de ayuda gubernamentales.** Durante los momentos de estrés de mercado, el gobierno ha tenido que intervenir de forma temporal para restaurar la liquidez en el mercado y establecer programas específicos para los fondos monetarios. Por esto las recomendaciones son dos:

- El Departamento del Tesoro debería extender el Programa de Garantía de Tesorería cuando expire el 18 de septiembre de 2009.
- La SEC debería tener capacidad para autorizar a los fondos monetarios que valoren algunos activos utilizando el coste amortizado, en determinadas condiciones del mercado.

10. **Mejora del *forward-looking*.** El grupo de trabajo ha identificado dos áreas en la regulación que podrían ser fortalecidas o modernizadas. Estas son:

- La SEC debería modificar la Regla 2a-7 para eliminar los valores *Second Tier* de la definición de valores elegibles.
- La SEC debería modificar la Regla 2a-7 para mejorar el papel del consejo de los fondos monetarios.

Si estas propuestas siguen adelante, los fondos de inversión monetarios van a experimentar cambios significativos en los próximos años, tanto en Estados Unidos como en Europa, en la búsqueda de una mayor protección de los inversores. Mientras que en Estados Unidos las tendencias están enfocadas a proteger en mayor medida a las organismos que gestionan los fondos monetarios, en Europa se busca una homogeneización bajo el término “fondo monetario”.

5 Conclusiones

Las dificultades observadas durante los periodos de mayor inestabilidad financiera en los fondos monetarios de las distintas jurisdicciones se han debido a distintas circunstancias.

En Estados Unidos, los problemas observados han sido fruto de un exceso de inversión en activos emitidos por vehículos de inversión que, aun teniendo *ratings* elevados, vieron caer sus precios en picado en el verano de 2008. Pese a ello, el mayor efecto de la actual crisis financiera ha recaído sobre los organismos que los gestionan, más que en los propios inversores, por el riesgo que asumen al comprometerse a mantener un valor liquidativo igual a un dólar.

En Europa, el efecto ha sido muy dispar entre países e incluso entre fondos monetarios domiciliados en un mismo país. Los fondos monetarios que han tenido problemas durante la crisis financiera se han caracterizado por tener un nivel importante de reembolsos netos y una gestión enfocada a conseguir una mayor rentabilidad invirtiendo en activos menos líquidos. Entre estos, se encuentran la mayoría de fondos monetarios domiciliados en Alemania y los dinámicos de Francia. Por su parte, la mayoría de los fondos monetarios domiciliados en España, Italia, Reino Unido y los regulares de Francia han tenido un comportamiento no muy negativo desde el comienzo de la crisis financiera.

Cabe mencionar que esta crisis ha sido extrema para los fondos monetarios ya que la liquidez de muchos mercados monetarios se redujo drásticamente, pero ello ha permitido poner de manifiesto la existencia de carteras no apropiadas para este tipo de producto, que se presupone de naturaleza conservadora. La formación de estas carteras, con ciertas dosis de riesgo, en muchos casos ha venido facilitada por la falta de limitaciones legales que ha permitido cuestiones como: un elevado peso de activos poco líquidos, un peso reducido de activos menos arriesgados (activos de renta fija pública o pagarés) o una inversión en activos con una baja calificación crediticia.

Los efectos observados durante la actual crisis financiera han provocado la reacción de reguladores y organismos internacionales anunciando diversas recomendaciones y propuestas de cambio, tanto en la regulación como en el funcionamiento de los fondos monetarios. Pese a que en Estados Unidos las restricciones impuestas a los fondos monetarios son más estrictas que en Europa, el primer grupo de recomendaciones se centran en restringir en mayor medida los activos aptos para ser adquiridos por los fondos monetarios, requiriendo vencimientos más cortos y una liquidez mayor. La segunda propuesta está relacionada con la organización que tienen los fondos monetarios en Estados Unidos: instituciones sin capital ni supervisión que ofrecen servicios similares a los bancos, tales como servicios de cuentas corrientes, retiradas a petición a la par o el compromiso de mantener el valor liquidativo estable a la par. La actual crisis ha subrayado los peligros de la existencia de estas

instituciones y las propuestas están encaminadas a obligarles a reorganizarse como bancos de propósito especial con regulación y supervisión prudencial, seguros gubernamentales y acceso a las facilidades de última instancia del banco central. Por su parte, en Europa se persigue una homogeneización y aclaración del término “fondo monetario”.

Si estas propuestas son finalmente implantadas, los fondos monetarios van a sufrir importantes cambios regulatorios en los próximos años, tanto en Estados Unidos como en Europa.

6 Bibliografía

Jank, S. y Wedow, M. (2008): "Sturm und Drang in money market funds: when money market funds cease to be narrow", Discussion Paper, Series 2: Banking and Financial Studies No 20/2008, Deutsche Bundesbank.

Boulier, J. y Parfo, C. (2008) : "Les fonds monétaires dans la crise", AFG Risques n° 73-74 / Juin 2008.

Grupo de los Treinta (2009): "Financial Reform. A framework for Financial Stability".

Report of the Money Market Working Group of the Investment Company Institute, ICI (2009).

Hilton, A. (2004): "Sterling money market funds", Bank of England Quarterly Bulletin, Summer 2004.

Ramírez Media, E. (2009): "El tratamiento fiscal de la inversión colectiva. Fiscalidad española. Análisis comparado", Fundación de Estudios Financieros, Papeles de la Fundación n° 30.

