



Consulta pública de IOSCO sobre los Fondos del Mercado Monetario. Julio 2012.

El Comité Técnico de IOSCO ha publicado un documento a consulta en el que realiza un análisis de los posibles riesgos que los Fondos de Mercado Monetario (*Money Market Funds*, en adelante MMFs) pueden suponer para la estabilidad sistémica y plantea diferentes opciones de política legislativa frente a tales riesgos. Los MMFs tienen como objetivo preservar el capital (valor de la inversión) y facilitar la liquidez diaria a los inversores invirtiendo en una cartera diversificada de instrumentos a tipo fijo de alta calidad y baja duración; esta definición pretende ser lo suficientemente amplia para incluir productos que pudieran ser comercializados con distinta denominación.

El riesgo característico de los MMFs es el de que, en el caso de que exista una percepción de que el fondo puede sufrir una pérdida, los inversores puedan tener un incentivo a solicitar el reembolso antes que el resto de partícipes (*susceptibility to runs*). Varias características de los MMFs contribuyen a este riesgo de fuga (*run risk*), por ejemplo el hecho de que tengan un valor liquidativo constante y simultáneamente estén sujetos a un riesgo de crédito, de tipo de interés y de liquidez.

Los MMFs pueden, efectivamente, tener un valor liquidativo (NAV) constante (CNAV) o variable (VNAV). El valor de reembolso constante existe en USA, algunos países de la UE, Japón, China y Canadá, y asemeja los MMFs a los depósitos bancarios; en ocasiones los fondos CNAV ofrecen liquidez en T, es decir en el mismo día en el que se solicita el reembolso, mientras que generalmente los inversores de IIC deben esperar a T+1 para obtener el dinero procedente de la liquidación de su reembolso. En los casos de solicitud masiva de reembolso, en los NAV constantes las pérdidas se concentran en los titulares de participaciones/accionistas que permanecen en el MMF, lo que exacerba la tendencia a ser los primeros en solicitar el reembolso. Los CNAV usan el método de coste amortizado para valorar todos sus activos, mientras que los fondos VNAV pueden utilizar este método para valorar algunos de sus activos, lo que puede provocar que en la práctica el valor liquidativo de estos fondos fluctúe muy poco. El documento plantea, dentro de sus opciones legislativas, lo siguiente en cuanto a la contraposición CNAV/ VNAV:

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

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

Sin embargo, existen evidencias de que ambos tipos de MMFs, los que cuentan con valor liquidativo constante y variable, se comportan de forma similar, existiendo también un incentivo a solicitar el reembolso en los fondos con VNAV debido a que la limitada liquidez de sus inversiones puede premiar a los primeros inversores en solicitar el reembolso. Adicionalmente, la eliminación de los fondos con valor liquidativo constante (CNAV)

y, podría ser perjudicial para el mercado de crédito a corto (por ejemplo, papel comercial y financiación de entidades locales a corto plazo donde los MMFs son dominantes). En USA, se podría producir una transferencia de fondos a vehículos no regulados o menos regulados. Además, la transición a VNAV conlleva otros desafíos, por ejemplo en USA los gestores de tesorería (*cash managers*) tienen a veces restricciones para invertir en fondos con valor liquidativo variable (VNAV).

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

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

El establecimiento de esta reserva se puede realizar mediante la emisión de un porcentaje fijado de acciones subordinadas que absorban las primeras pérdidas y que, como contraprestación, reciban un beneficio preferente (*capital fee*); esta emisión podría ser suscrita por los promotores o sponsors. A intervalos regulares, si las acciones subordinadas bajan de un determinado nivel, el MMF deberá reponer el capital mínimo mediante la emisión de nuevas acciones y, si exceden de dicho nivel se podrá reembolsar el exceso de capital. Este modelo de emisión de acciones subordinadas incentiva una prudente gestión del riesgo y la colocación de las mismas se realizaría entre inversores que buscan altos beneficios a cambio de altos riesgos. Por el contrario, puede ser difícil colocar esta clase de acciones y, al mismo tiempo, el mecanismo debe ser difícil de implementar en condiciones de bajos tipos de interés si hay que hacer frente al pago de beneficios preferentes. La reserva también puede ser constituida mediante otras tres alternativas posibles: 1) reteniendo una parte de la renta generada por los activos en los que invierte el MMF para constituir una reserva interna que absorba futuras pérdidas, 2) exigiendo a los participantes que suscriban una cierta cantidad de acciones de capital (*equity capital*) como condición para poder suscribir participaciones del fondo de valor constante (CNAV), y 3) exigir al promotor que aporte capital al MMF que sería reservado para hacer frente a posibles pérdidas futuras.

2) Contrato de aseguramiento privado. El contrato de aseguramiento actúa como pantalla de liquidez frente al riesgo de solicitudes masivas de reembolso. Los sponsors se situarían en primera línea para retener en primer nivel de pérdida hasta un límite, y los aseguradores privados tendrían asignado el siguiente nivel de pérdida frente a cada participante individual. También sería posible una protección final del gobierno en casos de pérdidas extraordinarias o catastróficas y las posibles reclamaciones a que den lugar. Si bien parece una buena posibilidad teórica, en la práctica resulta improbable que aseguradores privados quisieran cubrir tales riesgos e, incluso, que esta posibilidad fuera viable. Una cuestión práctica que se plantea es la de cómo poner precio al riesgo que asumirían, además se presentan otros complejos retos en materia de diseño e implementación similares a los de las *liquidity facility*.

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

4) Establecimiento de un sistema de dos niveles. El sistema de dos niveles presenta, a su vez, dos opciones: a) Permitir tanto los MMFs con valores liquidativos fijos (CNAV), como los variables (VNAV). Las inversiones de los MMF (CNAV) estarán sometidas a unas mayores exigencias, y estos fondos participarán en algún esquema de aseguramiento que permite disfrutar a los inversores de una mayor protección, mientras que los fondos con NAV variable tienen una mayor flexibilidad en su inversiones y normalmente ofrecen rendimientos más altos, a cambio de una menor protección. seguridad) pero no serían requeridos para acceder a fuentes externas de liquidez o aseguramiento, y b) Permitir MMFs con valores de reembolso fijos y variables pero reservando los MMFs con valor de reembolso fijo para, o bien inversores institucionales o bien no institucionales. Esta opción intenta proteger la posibilidad de contagio a los inversores no institucionales si los inversores institucionales solicitan el reembolso masivamente si bien, en la práctica, en algunos mercados no existen inversores no institucionales y, si existen, no se pueden distinguir debido al uso de cuentas ómnibus para la inversión en MMFs.

Si quiere leer el documento completo, por favor, haga click en: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD379.pdf>