



Bruselas, 4.9.2013  
SWD(2013) 316 final

**DOCUMENTO DE TRABAJO DE LOS SERVICIOS DE LA COMISIÓN**

**RESUMEN DE LA EVALUACIÓN DE IMPACTO**

*que acompaña al documento*

**Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos del  
mercado monetario**

{ COM(2013) 615 final }

{ SWD(2013) 315 final }

## 1. INTRODUCCIÓN

En Europa, los fondos del mercado monetario (FMM) suponen una importante fuente de financiación a corto plazo para las entidades financieras, las empresas y los Estados. Alrededor del 22 % de los valores representativos de deuda a corto plazo emitidos por los gobiernos o por el sector empresarial en Europa están en manos de estos fondos. Son también titulares del 38 % de la deuda a corto plazo emitida por el sector bancario de la UE<sup>1</sup>. Por el lado de la demanda, los fondos del mercado monetario proporcionan una herramienta de gestión de tesorería a corto plazo que ofrece un alto grado de liquidez, diversificación y estabilidad de valor, así como rentabilidad de mercado. Estos fondos son utilizados principalmente por sociedades que desean invertir su excedente de caja durante un corto espacio de tiempo, por ejemplo hasta la fecha en que deben realizar un gasto importante, como el pago de la nómina. Por lo tanto, más que cualquier otro fondo de inversión, los fondos del mercado monetario constituyen un eslabón fundamental que permite casar la oferta y la demanda de dinero a corto plazo.

Los fondos del mercado monetario, que gestionan activos por valor de un billón EUR, constituyen una categoría de fondos diferente a todos los demás fondos de inversión. El funcionamiento de la mayoría de los fondos del mercado monetario —el 60 % de todos ellos y el 80 % en términos de activos— se atiene a las normas de la Directiva sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). El tamaño medio de un fondo del mercado monetario es muy superior al tamaño medio de un fondo OICVM. Por ejemplo, un fondo del mercado monetario puede gestionar por sí solo 50 000 millones EUR.

Las implicaciones sistémicas de los fondos del mercado monetario, sus interconexiones con los emisores y con sus bancos promotores, han sido uno de los elementos centrales de la labor internacional sobre el sistema bancario en la sombra. El Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) y otras instituciones como la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) han analizado este tipo de fondos y sus implicaciones sistémicas. Los fondos del mercado monetario, especialmente aquellos cuyas acciones mantienen un precio estable, se han escogido porque comparten características similares a las de los depósitos.

## 2. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

Los fondos del mercado monetario constituyen una herramienta adecuada para los inversores porque presentan características análogas a las de los depósitos bancarios: liquidez instantánea y valor estable. Los inversores los consideran una alternativa segura y más diversificada a tales depósitos. Ahora bien, en realidad, los fondos del mercado monetario no son sino fondos clásicos de inversión, con los consiguientes riesgos para las inversiones. Por lo tanto, cuando los precios de los activos en los que han invertido comienzan a disminuir, especialmente durante las situaciones de perturbación del mercado, los fondos del mercado monetario no siempre pueden mantener el compromiso de reembolso inmediato y preservación del valor de las acciones o participaciones que han ofrecido a los inversores. Algunos fondos quizá puedan sostener el valor de las

---

<sup>1</sup> En Francia, los fondos del mercado monetario son titulares del 45 % de los certificados de depósito emitidos por los bancos y del 35 % de los certificados emitidos por las sociedades no financieras.

acciones mediante la concesión de algún tipo de apoyo promotor, pero otros quizá no dispongan del capital para hacerlo. La desventaja es que, tan pronto como perciban el riesgo de que los fondos del mercado monetario puedan incumplir, en algún momento, el compromiso de liquidez y reembolso estable, los inversores procederán a reclamar dicho reembolso, lo que puede desencadenar una retirada súbita y masiva.

Ese fenómeno se produce cuando un gran número de inversores presenta repentinamente múltiples solicitudes de reembolso para evitar así las pérdidas y recuperar su inversión al mayor precio posible. Las retiradas súbitas y masivas de inversores tienen importancia sistémica, pues obligan a los fondos del mercado monetario a vender rápidamente sus activos con el fin de satisfacer las peticiones de reembolso pendientes. La propia espiral de reembolsos acelera la disminución del valor liquidativo del fondo, agravando la disminución de dicho valor y los temores sobre la inestabilidad del mercado monetario en su conjunto.

Los problemas relacionados con las retiradas súbitas y masivas de inversores son de carácter sistémico debido a: 1) los estrechos vínculos existentes entre los fondos del mercado monetario y la economía real; 2) sus vínculos con las entidades promotoras. Además, las retiradas masivas que pueden afectar a estos fondos tienen también una dimensión relacionada con la protección de los inversores, pues quienes tardan en obtener el reembolso de su inversión se encontrarán en una situación de desventaja con respecto a quienes lo hayan hecho en los primeros momentos.

El mercado de los fondos del mercado monetario está concentrado en unos pocos Estados miembros: en concreto, Francia, Irlanda y Luxemburgo suponen más del 95 % del mercado en términos de los activos gestionados. No obstante, el mercado está muy interconectado con otros países debido a la gran proporción de inversiones e inversores transfronterizos, así como a los vínculos de contagio transfronterizo existentes entre los fondos del mercado monetario y las entidades promotoras domiciliadas en otros países.

### **Contagio a la economía real**

Durante la crisis, la liquidez de los fondos del mercado monetario no ha sido suficiente para satisfacer todas las peticiones de reembolso. Como consecuencia de ello, algunos fondos suspendieron los reembolsos o aplicaron restricciones de otra índole. Privar a los inversores de sus inversiones a corto plazo en estos fondos puede tener repercusiones sobre los emisores que dependen de la financiación a corto plazo obtenida a través de ellos. Estos fondos desempeñan un papel fundamental en la financiación a corto plazo de los más variados agentes (bancos, empresas o gobiernos), de modo que las retiradas bruscas y masivas de los inversores pueden tener consecuencias macroeconómicas de mayor alcance. La mayor parte (85 %) del billón de euros del volumen total de los FMM corresponden a bancos, los porcentajes correspondientes a los gobiernos y las empresas se aproximan, respectivamente, al 10 % y al 5 %. Los gobiernos y las empresas de muy gran tamaño utilizan el mercado monetario como medio para obtener financiación a corto plazo, junto con las líneas de crédito bancario. Por lo tanto, cualquier contagio al mercado de financiación a corto plazo podría suponer también dificultades inmediatas e importantes para la financiación de la «economía real».

### **Contagio a las entidades promotoras**

Los fondos del mercado monetario, especialmente los que prometen el reembolso de las acciones a un precio estable, han dependido históricamente del capital aportado

discrecionalmente por las entidades promotoras para mantener el valor liquidativo en fases de disminución de valor de los activos. Las entidades promotoras de fondos del mercado monetario pueden decidir prestar apoyo para compensar la disminución del valor liquidativo de su fondo. Muchas veces se ven obligadas a prestarles apoyo por el temor a que la tendencia a la baja del valor liquidativo, debido al riesgo de reputación, provoque un pánico que pueda propagarse a sus demás negocios. Cuando las entidades promotoras son bancos, el riesgo es aún mayor, pues el pánico pudiera propagarse a la base de clientes minoristas de la entidad y acabar desencadenado su suspensión de pagos.

Durante la crisis se han observado varios casos de suministro de apoyo por parte de los promotores.

En líneas generales, las entidades promotoras no están preparadas para afrontar tales situaciones, ya que la «garantía implícita» no se consigna como una garantía explícita. No se constituyen reservas de capital para cubrir los casos en que el promotor deba prestar apoyo. Por lo tanto, dependiendo del tamaño del fondo y la intensidad de las presiones de reembolso, el apoyo que deben conceder los promotores puede alcanzar proporciones que rebasen las reservas de las que puedan disponer con rapidez. Los mayores proveedores de fondos del mercado monetario gestionan activos de este tipo por valor de más de 250 000 millones EUR en todo el mundo, mientras que en algunos casos el efectivo en sus balances del que pueden disponer con rapidez apenas asciende a unos cientos de millones EUR.

### **Trato discriminatorio de los inversores**

Cuando se produce una retirada brusca y masiva de inversores, cada orden de reembolso provoca la disminución del precio del fondo, ya que este se ve obligado a vender los activos con costes de liquidez cada vez mayores. Esto crea una ventaja para los agentes que actúan con mayor celeridad, mientras que quienes lo hacen más tarde (a menudo, pequeños inversores) han de soportar los costes asociados a los reembolsos anticipados. Así pues, existe una transferencia dineraria de quienes amortizan tardíamente a quienes lo hacen en los primeros momentos. El coste del reembolso puede suponer una desventaja sustancial para los primeros, porque la diferencia antes y después del reembolso puede ser muy considerable.

### **Consecuencias**

Dado que el mercado monetario y las entidades promotoras tienen importancia sistémica, los gobiernos pueden verse obligados a intervenir en casos de crisis del mercado monetario. Las autoridades estadounidenses establecieron un plan para garantizar todo el dinero invertido en los fondos del mercado monetario. En Europa, las autoridades públicas también tuvieron que intervenir para detener el contagio: Alemania promulgó una ley para estabilizar el mercado y Luxemburgo anunció que tomaría todas las medidas necesarias para estabilizar los fondos del mercado monetario nacionales. Las diferentes reacciones de las entidades europeas no propiciaron la mejora de la estabilidad del mercado europeo en su conjunto, ya que los inversores desplazaron su dinero hacia los fondos del mercado monetario que contaban con una garantía de ese tipo.

La liquidación de un fondo del mercado monetario puede tener consecuencias sumamente perjudiciales para los inversores, pues los reembolsos podrán permanecer suspendidos durante un período de tiempo muy largo y la cantidad exacta que se podrá recuperar a la postre también seguirá siendo incierta durante ese mismo lapso

prolongado. En el caso de las empresas que colocan su efectivo en un fondo del mercado monetario, la suspensión de los reembolsos puede provocar que sean incapaces de realizar gastos de funcionamiento previstos, como el pago de los salarios.

### **3. ANÁLISIS DE LA SUBSIDIARIEDAD**

Los planteamientos nacionales de regulación están limitados, por definición, al Estado miembro correspondiente. Regular únicamente a nivel nacional el perfil de productos y liquidez de un fondo del mercado monetario entraña el riesgo de que se vendan bajo la denominación de fondos del mercado monetario diferentes productos. Ello generaría confusión entre los inversores e impediría la configuración de condiciones de competencia equitativas a nivel de la Unión para quienes ofrecen ese tipo de fondos a inversores profesionales o minoristas. Del mismo modo, las diferencias entre los distintos planteamientos nacionales en relación con las características esenciales de un fondo del mercado monetario aumentarían el riesgo de contagio transfronterizo, en particular cuando los emisores y los fondos estén situados en diferentes Estados miembros.

Además, como muchos operadores que ofrecen fondos del mercado monetario en Europa están establecidos en Estados miembros diferentes de aquellos en los que se comercializan, la creación de un marco sólido es esencial para evitar el contagio transfronterizo entre un fondo del mercado monetario y su promotor. Este aspecto reviste especial importancia cuando los promotores están situados en un Estado miembro que quizá no tenga los recursos presupuestarios necesarios para rescatarlos si suspenden pagos. Como los fondos del mercado monetario están establecidos predominantemente en dos Estados miembros de la UE (Irlanda y Luxemburgo), jurisdicciones en las que no están establecidos bancos promotores, la dimensión transfronteriza del apoyo de los promotores deviene crucial.

Por lo tanto, es necesario actuar a escala europea.

### **4. OBJETIVOS**

Los objetivos generales son los siguientes:

- 1) aumentar la estabilidad financiera en el mercado interior;
- 2) aumentar la protección de los inversores en fondos del mercado monetario.

Alcanzar esos objetivos generales requiere la consecución de los siguientes objetivos más específicos:

- 1) prevenir el riesgo de contagio a la economía real;
- 2) prevenir el riesgo de contagio a los promotores;
- 3) reducir las desventajas para quienes tardan en obtener el reembolso, sobre todo cuando los reembolsos se realicen en situaciones de tensión en el mercado.

Los objetivos específicos antes mencionados exigen el cumplimiento de los siguientes objetivos operativos:

- 1) garantizar que la liquidez de los fondos sea suficiente para atender las peticiones de reembolso de los inversores;
- 2) transformar la estructura de los fondos del mercado monetario de forma que se pueda mantener la promesa de estabilidad en condiciones de mercado adversas.

## **5. OPCIONES DE ACTUACIÓN**

Para cumplir el primer objetivo operativo (garantizar unos niveles adecuados de liquidez de los fondos del mercado monetario), los servicios de la Comisión han analizado diversas opciones de actuación que abarcan los siguientes aspectos: tres distintos mecanismos de restricciones o comisiones de reembolso, una opción sobre un colchón de liquidez, una opción sobre la calidad y la diversificación de los activos y varias opciones relativas a la «realización de perfiles de clientes» de los fondos del mercado monetario.

Con el fin de alcanzar el segundo objetivo operativo (configurar los fondos del mercado monetario de modo que puedan soportar condiciones de mercado adversas), los servicios de la Comisión han analizado varias opciones de actuación relativas a los siguientes aspectos: una opción sobre la transparencia, dos opciones sobre la valoración que requieren un valor liquidativo flotante, dos opciones sobre la imposición de un colchón de protección del valor liquidativo, una opción sobre la consideración de entidad bancaria, una opción que combina el valor liquidativo flotante y el colchón de protección de dicho valor, y una opción sobre la calificación.

## **6. EVALUACIÓN DE LOS EFECTOS DE LAS DISTINTAS OPCIONES**

**Objetivo operativo 1: se seleccionan las opciones destinadas a aumentar la liquidez «conozca a sus clientes»**

Para garantizar que la liquidez del fondo sea suficiente para hacer frente a las peticiones de reembolso de los inversores, las opciones que contemplan un aumento de la liquidez de los activos de la cartera y la aplicación de una política de conocimiento de la clientela reciben la puntuación más elevada. Por otro lado, las tres opciones basadas en imponer restricciones o comisiones de reembolso reducen drásticamente el atractivo de los fondos del mercado monetario para los inversores. La consulta ha puesto de relieve que esas opciones podrían provocar a su vez una contracción en el volumen total de los activos gestionados por esos fondos, lo que privaría a la economía real de una importante herramienta de financiación a corto plazo. Además, las opciones que restringen las posibilidades de reembolso plantean dudas en lo que respecta a su posible efecto contracíclico, que lejos de disminuir el riesgo sistémico lo incrementaría.

Si se incrementa la liquidez de la cartera asegurando al mismo tiempo que esté suficientemente diversificada y no incluya activos de baja calidad, se cumple mejor el objetivo de mejorar la capacidad de los fondos del mercado monetario para atender las peticiones de reembolso. Por una parte, los inversores gozarán de un mejor acceso a la liquidez enfrentándose simultáneamente a un menor riesgo y, por otra, ello aumentará la capacidad del fondo para atender cualquier multiplicación de las peticiones de reembolso. Los costes de estas opciones parecen relativamente modestos, ya que la mayoría de los fondos del mercado monetario ya han desarrollado normas internas que van en esa dirección. Las consecuencias sobre el mercado de la deuda a corto plazo parecen también razonables, ya que solo una proporción muy pequeña de los activos se

invierten en el extremo largo de la curva de rendimientos a corto plazo. En sí misma, la política de anticipar los episodios de multiplicación súbita de las peticiones de reembolso no evita las retiradas bruscas y masivas, pero sí constituye una herramienta útil para gestionar los flujos de entrada y de salida y puede aplicarse con un coste reducido.

**Objetivo operativo 2: se seleccionan las opciones destinadas a aumentar la transparencia, garantizar valoraciones estables y limitar el uso de las calificaciones**

En general, todas las opciones analizadas aumentarían en diferentes grados la estabilidad financiera, aunque ninguna de ellas conseguiría esos resultados sin efectos negativos. Las opciones seleccionadas son las que ofrecen el mejor equilibrio entre el aumento de la estabilidad financiera y los costes a ellas asociados.

Reformar la metodología de valoración restablecerá el hecho incontrovertible de que los fondos del mercado monetario son fondos normales de inversión cuyos precios fluctúan. El uso del método de redondeo y coste amortizado permite al fondo mantener un precio estable. Exigir la utilización de la valoración al precio del mercado indicará claramente a los inversores que son ellos quienes asumen el riesgo de sus inversiones, no la entidad promotora del fondo. Con ello se conseguirá reducir o incluso eliminar los incentivos para la prestación de apoyo por parte de dicha entidad. Se reduciría el canal de contagio a los promotores, el sistema bancario. Hacer flotante el valor liquidativo es, por lo tanto, la opción mejor valorada para lograr estabilizar el sector de los fondos del mercado monetario y, a su vez, limitar el contagio al sector bancario. No cabe excluir, empero, que algunos inversores no deseen invertir en fondos flotantes, lo que en última instancia podría provocar una contracción del sector de los fondos del mercado monetario. Los efectos sobre los gestores parecen ser más limitados.

Como subsisten algunas dudas sobre si todos los inversores en fondos del mercado monetario se adaptarían a una estructura de valor liquidativo flotante, los proveedores de esos fondos tendrán la posibilidad de mantener fondos en los que el valor liquidativo sea estable. Pero un fondo del mercado monetario con valor liquidativo estable debería contar con una reserva o un «colchón de protección» de ese valor liquidativo, financiado por los gestores. En la opción que combina un valor liquidativo flotante y un «colchón de protección» de dicho valor, los gestores de fondos del mercado monetario estables tendrán que financiar una reserva que ascenderá al menos al 3 % de los activos gestionados por el fondo. Sobre la base de los 123 casos observados de suministro de apoyo por promotores durante la crisis (fondos del mercado monetario de los Estados Unidos), solo en tres de ellos el apoyo fue superior al 3 %. Cuando el Reserve Primary Fund suspendió pagos en 2008, perdió un 3 % de su valor debido a una exposición del 1,5 % a activos de Lehman. El colchón de protección no ofrecerá una garantía total a los titulares de fondos del mercado monetario con valor liquidativo constante, pero ese nivel logra un equilibrio adecuado entre la necesidad de disponer de un modelo sólido y seguro de valor liquidativo constante y la capacidad de financiación de los gestores.

Si bien es cierto que la opción del valor liquidativo flotante tiene el mérito de abordar los riesgos sistémicos de una manera muy simple y eficaz, la opción que combina ambos sistemas reconoce el hecho de que la financiación global de la economía europea pudiera verse afectada si se obligase a todos los fondos del mercado monetario a hacer flotante su valor liquidativo.

Incluso si un valor liquidativo estable con un colchón de protección adecuado es la segunda mejor alternativa a un valor liquidativo flotante, cabe recomendar la citada

combinación de ambas opciones, bajo condiciones estrictas, a fin de garantizar que la política general de hacer flotante el valor liquidativo no provoque perturbaciones innecesarias en el marco general de la financiación a corto plazo de la economía europea.

Para ser transparentes sobre el método elegido, los gestores tendrán que aumentar la información que comunican a los inversores. La cuestión de las retiradas bruscas y masivas tras una rebaja de la calificación crediticia solo puede abordarse mediante la limitación del uso de las calificaciones, al menos a escala de los fondos.

### **Impacto en los terceros países**

La labor sobre el sistema bancario en la sombra es internacional. Las recomendaciones formuladas por la OICV en relación con los fondos del mercado monetario, respaldadas por el Consejo de Estabilidad Financiera, han de ser aplicadas en cada jurisdicción del G-20. Es particularmente importante garantizar que las reformas previstas sobre la liquidez y la estabilidad de los fondos del mercado monetario se apliquen de manera uniforme, a fin de evitar el arbitraje regulador y los riesgos de contagio entre jurisdicciones. Por lo tanto, las opciones seleccionadas en la presente evaluación de impacto reflejan las recomendaciones de la OICV y el Consejo de Estabilidad Financiera.

Es preciso prestar especial atención a los EE.UU., donde se halla el mayor mercado mundial de fondos del mercado monetario. Los mercados de este tipo de fondos en Europa y en los Estados Unidos están interconectados. Los fondos del mercado monetario basados en los Estados Unidos son importantes inversores en instrumentos del mercado monetario emitidos en Europa. Del mismo modo, los fondos del mercado monetario de la UE son importantes inversores en instrumentos del mercado monetario emitidos en los Estados Unidos. Como tales, los fondos del mercado monetario de ambos lados del Atlántico constituyen una fuente importante de financiación para las sociedades emisoras y los bancos de ambos continentes. Las autoridades estadounidenses también están impulsando un proceso de reforma de esta clase de fondos. Se ha entablado un estrecho diálogo con los Estados Unidos con el fin de alinear las siguientes fases de la labor de reglamentación.

## **7. SEGUIMIENTO Y EVALUACIÓN**

La evaluación *ex post* de toda nueva medida legislativa constituye una prioridad para la Comisión. Por tanto, el futuro Reglamento estará también sujeto a una evaluación completa dirigida a determinar, entre otras cosas, su grado de eficacia y eficiencia de cara al logro de los objetivos mencionados en el presente informe, y a decidir si es preciso adoptar nuevas medidas o introducir modificaciones.

Por lo que respecta a los indicadores y las fuentes de información que podrían usarse en la evaluación, se analizarán datos procedentes de distintas fuentes. Esta información se utilizará para controlar el nivel de liquidez, los tipos de activos, los emisores de los activos y los inversores de los fondos del mercado monetario. Los datos que ofrezcan tales indicadores permitirán extraer conclusiones en relación con los efectos de la reforma sobre la estabilidad financiera.