

Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos del mercado monetario

COM(2013) 615 final — 2013/0306 (COD)

(2014/C 170/08)

Ponente: **Edgardo Maria IOZIA**

El 12 de septiembre de 2013, el Parlamento Europeo y el 19 de septiembre de 2013, el Consejo, de conformidad con los artículos 114 y 304 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, decidieron consultar al Comité Económico y Social Europeo sobre la

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

COM(2013) 615 final — 2013/0306 (COD).

La Sección Especializada de Mercado Único, Producción y Consumo, encargada de preparar los trabajos en este asunto, aprobó su dictamen el 13 de noviembre de 2013.

En su 494^o pleno de los días 10 y 11 de diciembre de 2013 (sesión del 10 de diciembre de 2013), el Comité Económico y Social Europeo aprobó por 149 votos a favor, 2 en contra y 5 abstenciones el presente dictamen.

1. Conclusiones y recomendaciones

1.1 El Comité Económico y Social Europeo (CESE) se congratula de que la Comisión Europea haya presentado finalmente la tan esperada –y anunciada en varias ocasiones– propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos del mercado monetario.

1.2 El mercado del «sistema bancario en la sombra» reviste gran importancia: las estimaciones del Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) indican que su tamaño es de 51 000 billones de euros a nivel mundial, es decir, entre el 25 % y el 30 % de todo el sistema financiero. En Europa la mayor parte de los fondos del mercado monetario (FMM), –aproximadamente el 80 % de los activos y el 60 % de los fondos, opera en el ámbito de la Directiva 2009/65/CE sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Desde julio de 2013, el resto de los FMM operan con arreglo a las normas de la Directiva 2011/61/UE, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA).

1.3 La exigencia de regular el denominado «sistema bancario en la sombra» (SBS) ha estado determinada por dos razones principales: la posibilidad de que este sistema bancario en la sombra sea utilizado para eludir las normas, en particular los requisitos de capital, o para llevar a cabo actividades que pueden gestionarse en el marco del sistema tradicional regulado, incrementando de este modo la probabilidad de una perturbación sistémica. La otra razón importante radica en que las actividades financieras del sistema bancario en la sombra se valen de un apalancamiento considerable, por lo que exponen al sector financiero, al igual que a los bancos tradicionales, al pánico y a una reacción sistémica.

1.4 El CESE respalda la decisión de la Comisión de optar por un Reglamento en vez de una Directiva para introducir requisitos uniformes en el sector. Habida cuenta de las características de los FMM, que operan a escala mundial pero que están domiciliados principalmente en tres países, Francia, Irlanda y Luxemburgo, es fundamental disponer de normas uniformes y directamente aplicables. Esta opción respeta plenamente los principios de proporcionalidad y subsidiariedad.

1.5 A petición del Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) redactó una primera tanda de recomendaciones en octubre de 2012 con objeto de orientar a los reguladores sobre la manera de invertir en los mercados de los FMM. En noviembre de 2012 fue el CEF el que presentó un documento con orientaciones sobre regulación, con el objetivo de reducir la sensibilidad de los FMM a los movimientos precipitados de desinversión y el 20 de noviembre de 2012 fue el Parlamento Europeo quien emitió sus propias observaciones y orientaciones. Finalmente, en diciembre de 2012 ⁽¹⁾, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) emitió su recomendación.

⁽¹⁾ DO C 146 de 25.5.2013, p. 1.

1.6 En Estados Unidos, la SEC (*Security and Exchange Commission*) ha publicado la norma 2-a7 que regula este ámbito y, el 19 de noviembre de 2012 ⁽²⁾, el FSOC (Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera), la autoridad de regulación de Estados Unidos, llevó a cabo una revisión de las normas en vigor, proponiendo soluciones muy similares a las que ha presentado la Comisión Europea: obligación de mantener un colchón de protección, transformación obligatoria de los fondos con valor liquidativo constante (CNAV) en fondos de valor liquidativo variable (VNAV) y requisitos sobre la inversión a muy corto plazo, así como una transmisión más frecuente de información al mercado sobre la composición de la cartera de inversiones. El CESE recomienda que, dada la gran integración de los mercados, se acuerden con las autoridades del otro lado del Atlántico normas uniformes y eficaces.

1.7 El CESE coincide con la afirmación que figura en el documento de la JERS. «Aunque los FMM no causaron la crisis financiera de 2007 y 2008, su actuación durante las turbulencias financieras puso de relieve su potencial para extender o incluso amplificar una crisis. La experiencia de la crisis de 2007 y 2008 ha mostrado que los FMM pueden sufrir fugas de inversores y necesitar el apoyo de los promotores, en particular para mantener su valor liquidativo constante».

1.8 El Comité reitera que «aunque es indudable la necesidad de liquidez del sistema financiero que, desde antes de la crisis financiera, viene dependiendo en buena medida del sistema bancario en la sombra (SBS), la experiencia de la crisis aconseja que en el proceso regulatorio se dé prioridad a la imprescindible estabilidad del sistema financiero». De hecho, «no deberían existir actividades “en la sombra”, por lo que el SBS debe estar sometido a las mismas exigencias regulatorias y prudenciales que el conjunto del sistema financiero». «La nueva regulación debe tener también como objetivo un alto nivel de protección de los consumidores europeos.»

1.9 Hace tiempo que el Comité, al hilo de las recomendaciones del CEF, había expresado su deseo de que se elaborara rápidamente el Reglamento ⁽³⁾. Es indispensable que el Parlamento y el Consejo adopten lo antes posible las medidas necesarias para concluir el Reglamento objeto de examen, teniendo en cuenta las propuestas de modificación presentadas por el CESE. El riesgo más inminente es que la reglamentación quede varada durante muchos meses en razón del final de los mandatos institucionales del Parlamento y la Comisión.

1.10 El CESE considera que la opción más acertada y apropiada para el fin que se persigue es la recomendación elaborada por el CEF y la JERS ⁽⁴⁾ sobre los riesgos de los fondos con valor liquidativo constante (CNAV), que deberían ser transformados en fondos de valor liquidativo variable (VNAV). El colchón de capital equivalente al 3 % del valor total de los activos parece insuficiente, –sobre todo si se tiene en cuenta que el máximo riesgo posible que se ha afrontado era superior al 6 %– para hacer frente a las solicitudes de liquidez en un momento en que todos los operadores tuvieran que atender graves turbulencias en el mercado y se precipitaran a retirar sus inversiones.

2. Puntos principales de la propuesta de Reglamento

2.1 La propuesta de Reglamento de la Comisión es la continuación del Libro Verde sobre el «sistema bancario en la sombra» (*shadow banking*) (véanse IP/12/253 y MEMO/12/191). En ella se resume la labor realizada hasta ahora y se explica cuál será la hoja de ruta para la adopción ulterior de posibles medidas reglamentarias en este importante ámbito.

2.2 Los hechos ocurridos durante la crisis financiera han arrojado luz sobre muchos aspectos de los FMM, que los hacen vulnerables en caso de dificultades en los mercados financieros; además pueden contagiar o amplificar los riesgos a otros mercados.

2.3 Un año después, únicamente doce Estados miembros aplican las directrices adoptadas por el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CERV) para crear un terreno común mínimo, lo que demuestra la persistencia de normas nacionales divergentes. Ello hace necesaria una intervención oportuna y decidida.

2.4 Los FMM no podrán operar con derivados, fuera de los circuitos habituales de protección del riesgo de cambio y del riesgo relacionado con los tipos de interés.

2.5 Los FMM también tendrán que reducir el riesgo de contraparte mediante la diversificación de las inversiones: el importe agregado de efectivo proporcionado a una misma contraparte en pactos de recompra inversa no podrá exceder del 20 % de los activos de este.

⁽²⁾ Federal Register, Vol. 77, No. 223, November 19, 2012, Notices 69455.

⁽³⁾ DO C 146 de 25.5.2013, p. 39.

⁽⁴⁾ Recomendación A — DO C 146 de 25.5.2013, p. 1.

2.6 Los gestores deberán abstenerse de recurrir a una valoración de agencias externas especializadas; además, deberán someter periódicamente a los FMM a pruebas de resistencia que revelen la existencia de puntos vulnerables.

2.7 El objetivo de la propuesta de Reglamento publicada es aumentar la transparencia mediante los siguientes elementos:

- una recogida de datos detallados,
- una legislación en materia de instrumentos financieros y los riesgos asociados a las operaciones de financiación de valores;
- la definición de un marco que regule las interacciones con los bancos.

2.8 La propuesta de Reglamento también propone un cambio sustancial en los fondos del mercado monetario, imponiéndoles condiciones de liquidez más exigentes. A juicio de la Comisión, esto garantizaría que, en caso de retirada de capitales por parte de los inversores, los fondos fueran capaces de reembolsar sin que ello tuviera repercusiones sobre el sistema.

2.9 En concreto, en su cartera los fondos deberán tener un 10 % de sus activos, como mínimo, constituido por activos con vencimiento diario y otro 20 % constituido por activos con vencimiento semanal; su exposición en relación con un mismo emisor no podrá exceder del 5 % de sus activos. Además deberá garantizarse que se mantiene un colchón de protección equivalente al 3 % para los fondos con un valor liquidativo constante.

3. Observaciones generales

3.1 El sistema bancario en la sombra desempeña una función importante en la financiación de la economía real. El sistema bancario en la sombra ha contribuido a la «financiarización» de la economía y a la burbuja inmobiliaria que a partir de 2007 empezó a estallar en varios países desarrollados, empujando a sus economías al borde del colapso. Por consiguiente, cabe atribuir al sistema bancario en la sombra una responsabilidad de fondo –aunque no exclusiva– de la enorme recesión que se ha abatido sobre Estados Unidos y muchos Estados miembros de la UE. «El sistema financiero en todas sus manifestaciones debe estar al servicio de la economía real». ⁽⁵⁾ Las pymes, en particular, están atravesando graves problemas derivados de las dificultades que experimentan para acceder al crédito. El sistema bancario no parece estar en condiciones de desempeñar su función primaria de apoyo a la economía real.

3.2 Los FMM ponen en contacto la demanda y la oferta de excedentes de caja a corto plazo.

3.3 El Consejo de Estabilidad Financiera y otras importantes instituciones, como la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) y la Junta Europea de Riesgo Sistémico, han concluido que, pese a tener una importancia sistémica, los FMM no han sido abordados por los reguladores en medida suficiente. El CESE comparte esta observación.

3.4 En el lado opuesto, la Federación Bancaria Europea (FBE) plantea algunas inquietudes respecto a las consecuencias que puedan tener estas propuestas para los fondos del mercado monetario; las considera restrictivas y de difícil aplicación por parte de los fondos y afirma que los recursos de estos fondos «pueden ser utilizados por los bancos para apoyar los préstamos a la economía real».

3.5 Mientras tanto, el G-20 también ha empezado a ocuparse de esta cuestión. La atención se centra en las actividades (y no en las entidades) del sector. Las distintas observaciones formuladas por los países integrantes del G-20 se inclinan por regular el sector mediante un enfoque flexible para evitar que se produzcan sacudidas excesivas en los flujos financieros mundiales habida cuenta del importante papel que el sistema bancario en la sombra desempeña a la hora de proporcionar liquidez al sector bancario.

3.6 Por lo que se refiere a las entidades y actividades afectadas, las estimaciones difundidas en 2011 por el Consejo de Estabilidad Financiera indican que el tamaño del sistema bancario en la sombra es de aproximadamente 51 billones de euros en todo el mundo, es decir, aproximadamente entre el 25 % y el 30 % de todo el sistema financiero y la mitad de las actividades bancarias (zona del euro, 17 billones aproximadamente; Reino Unido, en torno a 7 billones; y Estados Unidos, 17,5 billones ⁽⁶⁾).

⁽⁵⁾ DO C 11 de 15.1.2013, p. 42.

⁽⁶⁾ Como referencia, piénsese que todo el sistema bancario de la zona del euro gestiona en su conjunto activos por un valor de 27 billones de euros.

3.7 Entre los distintos intermediarios que intervienen en este sistema, los FMM tiene una importancia sistémica y constituyen una importante fuente de financiación a corto plazo para las instituciones financieras, las empresas y los gobiernos. Por esta razón, el funcionamiento de los fondos del mercado monetario se sitúa en el centro de la labor de reglamentación internacional objeto de negociaciones en la actualidad.

3.8 En Europa, alrededor del 22 % de los valores representativos de deuda a corto plazo emitidos por los Estados o por las empresas están en manos de los FMM. Estos son también titulares del 38 % de la deuda a corto plazo emitida por el sector bancario, que equivale a aproximadamente un billón de euros.

3.9 Por lo que se refiere a su distribución geográfica, en la UE los FMM están domiciliados sobre todo en Francia, Irlanda y Luxemburgo y recurren a ellos principalmente las empresas de Alemania y Reino Unido, sobre todo a fondos de valor liquidativo constante.

4. Observaciones específicas

4.1 El sector de los FMM está estrechamente interconectado con los bancos, que con frecuencia son los que gestionan estos fondos, a los que, además, recurren para financiarse. La Comisión afirma que la mayoría de los FMM cuenta con el apoyo de los bancos: nueve de cada diez de los principales gestores de FMM están de hecho financiados por bancos comerciales. Esta estimación pone de manifiesto el elevado grado de interconexión no solo entre los dos sectores, sino sus vínculos con las finanzas públicas y de las empresas.

4.2 Para las empresas, los FMM constituyen una modalidad alternativa para invertir su excedente de caja a corto plazo. De hecho, estos instrumentos permiten a las empresas obtener un mayor rendimiento con sus reservas en vez de depositarlas en un banco. El CESE, aunque reconoce la validez potencial de estas formas de uso del dinero, denuncia los peligros que entrañan. En efecto, a diferencia de los bancos, si las cosas salen mal, los fondos no tienen acceso a ninguna ayuda de los bancos centrales.

4.3 De hecho, en el mundo de los FMM no existen sistemas de garantía de depósitos. Los intermediarios del sistema bancario en la sombra (fondos de alto riesgo, FMM o vehículos de inversión estructurada) proporcionan financiación.

4.4 Con arreglo al mecanismo de funcionamiento actual, un FMM puede dar en préstamo todo el dinero recaudado de particulares o empresas. El CESE señala que, en caso de que uno o dos prestatarios no puedan devolver el importe de su deuda, los FMM pueden quebrar, ya que si en ese mismo momento algunos de los depositantes/inversores solicitan la devolución de su dinero, el fondo se hallará en la imposibilidad de restituírselo. Si no se interviene fijando normas prudenciales, este mecanismo puede desencadenar una nueva crisis.

4.5 Habida cuenta de estas observaciones y dado que, como ya se ha señalado, los principales financiadores/patrocinadores de los FMM son precisamente los bancos, el CESE afirma tajantemente que el sector de los FMM debería haber sido sometido a reglas y controles similares a los establecidos para el sistema bancario.

4.6 El CESE señala que la disposición de la Comisión encaminada a obviar este riesgo, consistente en imponer un colchón de protección del valor liquidativo equivalente al 3 %, no es suficiente para hacer frente a posibles riesgos derivados de los fondos de valor liquidativo constante, habida cuenta de que se han registrado riesgos superiores al 6 %.

4.7 La insuficiencia de las disposiciones de la Comisión se revela también en las recomendaciones del CEF y de la JERS. Tanto el CEF como la JERS, desde un enfoque prudencial de salvaguardia del sistema, han sugerido a la Comisión que adopte un mecanismo de evaluación de los fondos basado en el valor liquidativo variable (VNAV), de modo que el valor del fondo pudiera ajustarse en función de las fluctuaciones de los precios. Sin embargo, el Reglamento ha mantenido el mecanismo del valor liquidativo constante inicialmente previsto, limitándose a añadir un «colchón» de protección del valor liquidativo para hacer frente a posibles variaciones desfavorables del valor de los activos. El CESE considera que las recomendaciones de los dos órganos reguladores del mercado se corresponden en mayor medida con el principio de la salvaguardia de la estabilidad del sistema financiero, tal como se pone de manifiesto en el cuadro que figura a continuación.

Fondo del mercado monetario (FMM) de valor liquidativo constante (CNAV — Constant Net Asset Value) (Art. 25)

Propuesta de la Comisión (4 de septiembre de 2013)	Recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS)	Recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB)
<p>Artículo 30:</p> <p>Todos los FMM de valor liquidativo constante constituirán y mantendrán un colchón de protección del valor liquidativo equivalente, en todo momento, al 3 %, como mínimo, del valor total de los activos del Fondo.</p>	<p>Exigir a los FMM que tengan un valor liquidativo variable y pedirles que hagan un uso general de la valoración razonable (recomendación A, punto 2, p. 3) 3)</p>	<p>Los FMM con valor liquidativo constante (CNAV) deberían convertirse a fondos con valor liquidativo variable (VNAV) siempre que fuera posible (recomendación, punto 2.2., p. 3). 3)</p>
<p>Artículo 31:</p> <p>El colchón de protección del valor liquidativo se utilizará únicamente en caso de suscripciones o reembolsos, con el fin de nivelar la diferencia entre el valor liquidativo constante por acción o participación y el valor liquidativo por acción o participación.</p>	<p>El uso de la contabilidad de coste amortizado debe restringirse estrictamente a un número limitado de circunstancias.</p> <p>(recomendación A, punto 2, p. 3) 3)</p>	

Cuadro comparativo ⁽⁷⁾

En cuanto los productos que se ofrecen, el CESE pide que se reflexione sobre la posibilidad de que los productos que circulan ahora por el circuito bancario tradicional y que, por ello, están regulados, acaben transitando por este sistema bancario paralelo, a fin de evitar los controles más rigurosos de la supervisión bancaria.

4.8 Al CESE le inquieta la posibilidad de que estos riesgos se vean replicados ahora en el sistema en la sombra para eludir la supervisión. Por consiguiente, el Comité considera conveniente que se aplique el principio de «las mismas actividades = las mismas normas».

4.9 El CESE reitera el principio defendido en numerosas ocasiones de que un buen grado de transparencia y un nivel adecuado de supervisión garantizarían que el sector financiero funcionara al servicio de la economía, lo que reportaría ventajas en términos de confianza, eficiencia y, por ende, eficacia.

Por otra parte, la propuesta legislativa prohíbe las calificaciones crediticias externas de los fondos del mercado monetario. El objetivo de esta disposición es evitar que una posible rebaja de dichas calificaciones puede propagar el pánico en los mercados. El CESE, aunque esta disposición vaya en contra del principio de la transparencia y eficiencia y pueda dañar la plena simetría informativa, considera que en el mercado de los FMM intervienen operadores profesionales y que las agencias de calificación pueden, simplemente por un cambio de opinión, desencadenar el pánico entre los inversores. Las medidas de calificación interna, el refuerzo de los procedimientos y de las protecciones de la gestión del riesgo y una vigilancia más rigurosa y estrecha podrán contribuir a salvaguardar de modo eficaz la calidad de los activos de referencia y de las obligaciones garantizadas de los fondos.

Bruselas, 10 de diciembre de 2013.

El Presidente
del Comité Económico y Social Europeo
Henri MALOSSE

⁽⁷⁾ Elaborado por el diputado al PE Sven Giegold.