COMISIÓN
EUROPEA

Bruselas, 20.7.2023
COM(2023) 452 final

INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO

sobre la idoneidad del Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre fondos del mercado monetario, desde una óptica prudencial y económica

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN ... 3

1.1. Contexto ... 3

1.2. Base jurídica del informe ... 4

1.3. Metodología y proceso de consulta ... 4

2. EL SECTOR DE LOS FMM EN LA ACTUALIDAD ... 5

2.1. Cambios esenciales introducidos por el Reglamento sobre los FMM ... 5

2.2. Estructura del mercado en la actualidad ... 7

2.3. Evolución reciente del mercado y lecciones extraídas ... 12

3. IDONEIDAD DEL REGLAMENTO SOBRE LOS FMM DESDE UNA ÓPTICA PRUDENCIAL Y ECONÓMICA ... 16

3.1. Los FMM y la deuda emitida o garantizada por los Estados miembros de la UE ... 16

3.2. Definiciones uniformes adecuadas de liquidez elevada y sumamente elevada, así como de calidad crediticia elevada y sumamente elevada de los activos transferibles ... 17

3.3. Impacto del Reglamento sobre los FMM en los mercados de financiación a corto plazo ... 18

3.4. Evolución de la normativa a escala internacional ... 20

3.4.1. Reducción del riesgo de retiradas masivas ... 21

3.4.2. Refuerzo de la liquidez de los FMM y su capacidad para absorber pérdidas ... 22

3.4.3. Otras medidas ... 24

3.5. Viabilidad de establecer una cuota de deuda pública de la Unión del 80 % ... 24

4. CONCLUSIONES ... 25

ABREVIATURAS

Directiva GFIA	Directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos
BCE	Banco Central Europeo
AEVM	Autoridad Europea de Valores y Mercados
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
EUR	Euro
GBP	Libra esterlina
FMM	Fondo del mercado monetario
Reglamento sobre los FMM	Reglamento (UE) 2017/1131, sobre fondos del mercado monetario
USD	Dólar estadounidense
OICVM	Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Contexto

El Reglamento (UE) 2017/1131, sobre fondos del mercado monetario («el Reglamento sobre los FMM»), se propuso tras la crisis financiera mundial, que puso de manifiesto algunas deficiencias de los mercados financieros y de sus regímenes reguladores en todo el mundo. Desde el inicio de su aplicación en enero de 2019, dicho Reglamento ha reforzado considerablemente el régimen regulador de los FMM en la UE, siguiendo las recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV)[1] y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS).

Las tensiones en los mercados derivadas de la pandemia de COVID-19 puso a prueba el nuevo marco regulador. La repercusión de estas tensiones en los FMM varió de un país a otro debido a las diferencias en las estructuras de los mercados de FMM (p. ej., los tipos predominantes de FMM, los perfiles de los inversores y las inversiones subyacentes), así como a las diferencias residuales del marco regulador de los FMM. Los principales bancos centrales, como el Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal de los EE. UU., adoptaron diversas medidas para mitigar los efectos, como la compra en firme de pagarés de empresa[2] en los mercados primarios y secundarios, la concesión de préstamos a las entidades bancarias para la compra de activos de los FMM (Reserva Federal) y la ampliación de las garantías reales admisibles para las operaciones de refinanciación a fin de incluir los bonos bancarios no garantizados (BCE). Estas intervenciones mejoraron la liquidez y la confianza en los mercados de deuda a corto plazo, lo que también contribuyó a reducir el ritmo de reembolsos de los FMM. Aunque en marzo de 2020 y en otros períodos de tensión en los mercados se produjeron salidas sustanciales de determinados tipos de FMM, no se exigió a ningún FMM de la UE que activara comisiones o bloqueos de reembolso[3] ni que suspendiera los reembolsos.

A raíz de las tensiones en los mercados provocadas por la COVID-19, las autoridades prudenciales mundiales y europeas comenzaron a trabajar en propuestas de actuación para aumentar la resiliencia de los FMM. En particular, el Consejo de Estabilidad Financiera[4], la JERS[5] y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM)[6] propusieron diversas

---

1 La Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) llevó a cabo una revisión *inter pares* de la aplicación de las reformas de los FMM en diferentes jurisdicciones y el 20 de noviembre de 2020 publicó una revisión temática sobre la coherencia en la aplicación de las reformas de los fondos del mercado monetario. El informe confirma que los objetivos reglamentarios alcanzados se ajustan en gran medida a sus recomendaciones iniciales.

2 Pagarés de empresa: una promesa no garantizada de pagar un determinado importe en una fecha de vencimiento determinada, emitida al portador (FMI, 2003). Los pagarés de empresa son emitidos principalmente por sociedades no financieras.

3 Las comisiones de reembolso son un instrumento de gestión de la liquidez que suele imponer una comisión fija a los inversores que venden acciones de un fondo (normalmente dentro de un período predeterminado). Los bloqueos de reembolso son un instrumento de gestión de la liquidez para evitar que los inversores de un fondo retiren una parte de su capital durante un período de tiempo.

4 Consejo de Estabilidad Financiera, 11 de octubre de 2021, *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience* [«Propuestas de actuación para mejorar la resiliencia de los fondos del mercado monetario», documento en inglés].

5 JERS, 2 de diciembre de 2021, Recomendación sobre la reforma de los fondos del mercado monetario.

6 AEVM, 14 de febrero de 2022, *ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation* [«Dictamen de la AEVM sobre la revisión del Reglamento sobre fondos del mercado monetario», documento en inglés].

reformas para garantizar que los FMM no amplifiquen los choques de liquidez en períodos de tensión. Una de estas propuestas consiste en eliminar la posibilidad de que los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad utilicen la contabilidad del coste amortizado. Sin embargo, esto podría reducir la eficacia de los FMM como alternativas a los depósitos bancarios y limitar las opciones de las empresas a la hora de gestionar la liquidez[7].

1.2. Base jurídica del informe

El presente informe se ha elaborado de conformidad con el artículo 46, apartado 1, del Reglamento sobre los FMM, que exige a la Comisión que evalúe el funcionamiento de dicho Reglamento sobre la base de un análisis de las normas vigentes desde una óptica prudencial y económica, tras consultar con la AEVM y, en su caso, la JERS, y de conformidad con el artículo 6, apartado 2, que especifica las condiciones que debe tener en cuenta el presente informe. Dicho artículo también exige a la Comisión que evalúe si deben introducirse cambios en el régimen de los FMM de valor liquidativo constante de deuda pública y los de valor liquidativo de baja volatilidad.

1.3. Metodología y proceso de consulta

El presente informe se basa en una serie de estudios realizados por organismos europeos e internacionales. Tanto el informe del Consejo de Estabilidad Financiera[8] como el dictamen de la AEVM[9] se sirvieron de las observaciones de las partes interesadas. Estos últimos informes, así como las recomendaciones de la JERS[10], contienen amplios conjuntos de datos y pruebas de las autoridades de supervisión. El BCE ha publicado una evaluación de la eficacia del marco regulador de la UE desde el punto de vista de la estabilidad financiera, basada en el comportamiento de los FMM durante la crisis de la COVID-19[11]. El presente informe también se basa en publicaciones académicas.

Del 12 de abril al 20 de mayo de 2022, la Comisión llevó a cabo una consulta con las partes interesadas para recabar sus puntos de vista sobre el funcionamiento del Reglamento sobre los FMM[12]. Se recibió un total de cuarenta y ocho respuestas. Más de dos tercios de los participantes en la consulta indicaron que el Reglamento sobre los FMM ha sido eficaz a la hora de alcanzar sus objetivos clave de garantizar la liquidez, aumentar la protección de los inversores, prevenir el riesgo de contagio y mejorar la transparencia, la supervisión y la estabilidad financiera del mercado único. Dichos participantes consideraban que el

---

7 Los FMM de valor liquidativo estable de deuda privada tienen características similares a los depósitos, invierten en pasivos bancarios y son utilizados por las sociedades no financieras como instrumento de gestión de la liquidez.

8 Consejo de Estabilidad Financiera, 11 de octubre de 2021, *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience* [«Propuestas de actuación para mejorar la resiliencia de los fondos del mercado monetario», documento en inglés].

9 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-49-437_finalreportMMF Regulationeview.pdf.

10 https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2022/html/esrb.pr.220125~32ad91c140.en.html.

11 BCE, octubre de 2022, «Is the EU Money Market Fund Regulation fit for purpose? Lessons from the COVID-19 turmoil» [«¿Está cumpliendo su propósito el Reglamento de la UE sobre fondos del mercado monetario? Lecciones extraídas de la agitación causada por la COVID-19», documento en inglés], Working Paper Series, n.º 2737.

12 https://finance.ec.europa.eu/Regulation-and-supervision/consultations/finance-2022-money-market-funds_en.

Reglamento sobre los FMM ha contribuido a la integración de los mercados de capitales y ha aumentado la resiliencia de los FMM, en particular a través de sus normas sobre la calidad crediticia[13] y la composición de los activos[14]. Las observaciones enviadas por las partes interesadas también señalan la importancia de garantizar la coherencia de las normas a escala de la UE y de reforzar la supervisión. Además, los inversores transfronterizos también aprecian que el Reglamento sobre los FMM les ofrezca la posibilidad de gestionar la liquidez a escala mundial a través de un proceso estándar, tanto desde el punto de vista contable como desde el punto de vista de la gestión del riesgo.

2. EL SECTOR DE LOS FMM EN LA ACTUALIDAD

2.1. Cambios esenciales introducidos por el Reglamento sobre los FMM

Antes de la introducción del Reglamento sobre los FMM, la mayoría de los FMM de la UE operaban con arreglo a las normas de la Directiva OICVM[15], sus actos de ejecución y directrices, así como los códigos de conducta sectoriales. Francia, Irlanda y Luxemburgo son los principales países en los que están domiciliados los FMM de la UE. Luxemburgo e Irlanda desarrollaron un sector de FMM de valor liquidativo constante en monedas extranjeras orientado a inversores institucionales de fuera de la UE.

El Reglamento sobre los FMM introdujo un régimen regulador específico y notablemente más desarrollado para los FMM de la UE. En particular, tenía por objeto abordar los retos en materia de riesgo de crédito y de liquidez a los que se enfrentaron los FMM durante la crisis de 2008. Al armonizar las características esenciales del producto que constituía un FMM, el marco también estableció un nivel uniforme de protección de los inversores a través de normas sobre la gestión de la liquidez y del riesgo de liquidez, como los colchones de liquidez, los activos en los que los FMM pueden invertir, la diversificación, la valoración y la evaluación interna de la calidad crediticia. También mejoró la transparencia de cara a los inversores y la supervisión, en particular gracias a la presentación de informes exhaustivos a las autoridades nacionales competentes.

Además, el Reglamento sobre los FMM prohíbe explícitamente el «apoyo externo» para evitar el riesgo de contagio entre el sector de los FMM y el resto del sector financiero. La política de conocimiento del cliente obliga a los gestores de todos los tipos de FMM a anticipar el efecto de reembolsos simultáneos por parte de múltiples inversores. Todos los gestores tienen que ajustar el nivel real de liquidez a las necesidades específicas de efectivo de sus clientes en cualquier momento de sus ciclos contables.

El Reglamento sobre los FMM creó un nuevo tipo de FMM, el de valor liquidativo de baja volatilidad, para sustituir a los FMM de valor liquidativo constante invertidos en deuda no pública. Al igual que en el caso de los FMM de valor liquidativo constante de deuda pública, los de valor liquidativo de baja volatilidad están autorizados a utilizar la contabilidad del coste amortizado para ofrecer un precio de reembolso estable, pero solo en la medida en que el valor de los activos subyacentes no se desvíe en más de 20 puntos básicos del valor de

[13] Artículos 19 a 23 del Reglamento (UE) 2017/1131 (Reglamento sobre los FMM).

[14] Artículos 8 a 18 del Reglamento (UE) 2017/1131 (Reglamento sobre los FMM).

[15] Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

mercado de los activos netos del fondo[16]. Estos dos valores se publican diariamente. Si la desviación supera los 20 puntos básicos, el FMM de valor liquidativo de baja volatilidad debe pasar de tener un valor liquidativo constante a un valor liquidativo variable[17].

El cumplimiento del Reglamento sobre los FMM generó algunos costes jurídicos y operativos para los gestores de activos, que tuvieron que trasladar los fondos ya existentes al nuevo régimen, aumentar la transparencia, mejorar sus procesos de gestión del riesgo y supervisar de cerca sus inversiones y el riesgo de crédito y liquidez conexo, todo ello para garantizar el cumplimiento de los requisitos de liquidez. También acarreó costes para los distribuidores, plataformas y custodios terceros. Los inversores de los FMM necesitaron más tiempo y recursos para desarrollar políticas de inversión, controles y vigilancia en torno al marco, los sistemas de tesorería y los procesos contables, y para garantizar que los auditores estuvieran familiarizados con las nuevas estructuras de los FMM desde el punto de vista del efectivo y la equivalencia al efectivo. Sin embargo, los resultados de la consulta no apuntaron a que los costes fueran excesivos ni revelaron un potencial de simplificación considerable.

En su estudio de octubre de 2020 de la serie Market Insights, la Asociación Europea de Gestión de Fondos y Activos señaló que los estrictos requisitos reglamentarios introducidos por el Reglamento sobre los FMM y el aumento del coste del cumplimiento de la normativa dieron lugar a un descenso del 16 % en el número de FMM de OICVM en el primer trimestre de 2019, ya que varios gestores de activos optaron por cerrar sus FMM, especialmente los pequeños, o por convertirlos en fondos de obligaciones a corto plazo. Además, algunos fondos ya no cumplían los requisitos reglamentarios de carácter más estricto impuestos por el Reglamento sobre los FMM y, por lo tanto, ya no podían considerarse FMM. A pesar de la reducción del número de FMM, los FMM europeos experimentaron acusadas entradas netas en 2019 y 2020.

[16] El rasgo distintivo de los FMM de valor liquidativo constante de deuda pública y los de valor liquidativo de baja volatilidad es el redondeo del valor liquidativo al segundo decimal, si bien en el caso de estos últimos solo es factible dentro de la banda de fluctuación de 20 puntos básicos (frente al cuarto decimal en el caso de los FMM de valor liquidativo variable). El redondeo implica que los inversores no necesitan conocer las ganancias y pérdidas de capital no realizadas extremadamente reducidas de la cartera cuando reciben el reembolso de sus acciones.

[17] El Reglamento sobre los FMM impone una serie de normas en materia de valoración y carteras que tienen por objeto la protección de los inversores y la estabilidad del mercado financiero.

Cuadro 1: Principales características y salvaguardias de los FMM de la UE

	FMM a corto plazo			FMM estándar
	Valor liquidativo estable		Valor liquidativo variable	
Nombre	Valor liquidativo constante de deuda pública[18]	Valor liquidativo de baja volatilidad[19]	Valor liquidativo variable a corto plazo[20]	Valor liquidativo variable estándar[21]
Deuda pública	Mínimo 99,5 % de deuda pública, pacto de recompra inversa garantizado con deuda pública y en efectivo	Admitida		
Vencimiento medio ponderado[22]	Máx. 60 días			Máx. 6 meses
Vida media ponderada[23]	Máx. 120 días			Máx. 12 meses
Vencimiento de los activos	Máx. 397 días			Máx. 2 años con un reinicio de 397 días
Activos con vencimiento diario	Mín. 10 %		Mín. 7,5 %	
Activos con vencimiento semanal	Mín. 30 % (de los cuales, la deuda pública está limitada al 17,5 %)		Mín. 15 %	

2.2. Estructura del mercado en la actualidad

El artículo 46, apartado 2, letra a), del Reglamento sobre los FMM exige a la Comisión que analice la experiencia adquirida en la aplicación de dicho Reglamento y su repercusión en los inversores y en los FMM y gestores de FMM de la Unión.

Al final de 2021, los FMM de la zona del euro mantenían un total de activos por un valor de en torno a 1,5 billones EUR, divididos entre valor liquidativo constante de deuda pública (11 % del total de activos gestionados), valor liquidativo de baja volatilidad (46 %), valor

[18] FMM de valor liquidativo constante de deuda pública, conforme al artículo 2, punto 11, del Reglamento sobre los FMM.

[19] FMM de valor liquidativo de baja volatilidad, conforme al artículo 2, punto 12, del Reglamento sobre los FMM.

[20] FMM de valor liquidativo variable gestionados como FMM a corto plazo, conforme al artículo 2, punto 14, del Reglamento sobre los FMM.

[21] FMM de valor liquidativo variable gestionados como FMM estándar, conforme al artículo 2, punto 15, del Reglamento sobre los FMM.

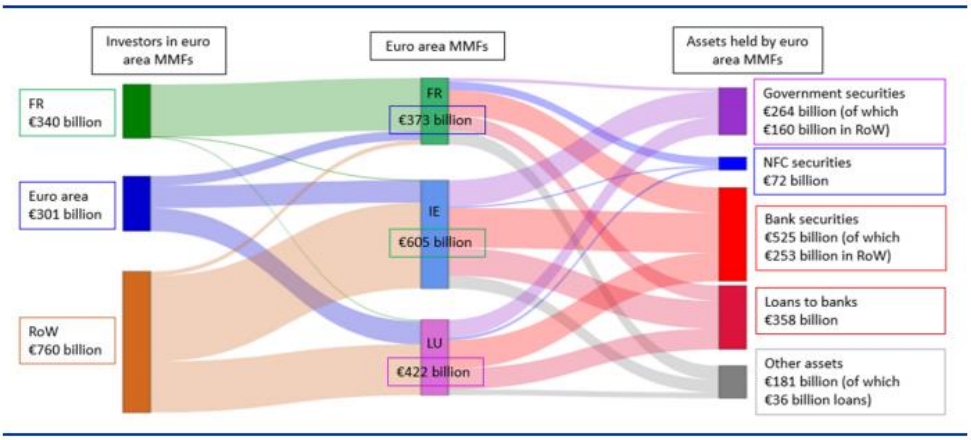
[22] Según su definición en el artículo 2, punto 19, del Reglamento sobre los FMM.

[23] Según su definición en el artículo 2, punto 20, del Reglamento sobre los FMM.

liquidativo variable a corto plazo (12 %) y valor liquidativo variable estándar (31 %). Los FMM de la UE están denominados en su mayoría en euros (42 %), USD (31 %) y GBP (22 %) y se concentran en unos pocos países, principalmente Irlanda, Luxemburgo y Francia, que representan, respectivamente, el 42 %, el 26 % y el 25 % de los activos totales gestionados por FMM de la UE[24].

Los FMM de valor liquidativo constante de deuda pública y los de valor liquidativo de baja volatilidad están denominados en su mayoría en USD y GBP y domiciliados en Irlanda y Luxemburgo. Los FMM denominados en euros están estructurados principalmente como FMM de valor liquidativo variable estándar y la mayoría están domiciliados en Francia (192 fondos en diciembre de 2021).

Gráfico 1: ¿Quién invierte en FMM de la zona del euro y dónde invierten después dichos FMM?
Fuente: BCE, Boletín Macroprudencial, abril de 2021.



Sources: ECB securities holdings statistics, BSI and authors' calculations.
Notes: The data are as of Q3 2020. "RoW" means "rest of the world". Loans to banks include both deposits and repos. Debt securities account for around 98% of MMFs' total holdings of securities, and more than two-thirds of those debt securities are short-term debt securities (i.e. securities with an original maturity of one year or less). Values from ECB securities and holdings statistics are rescaled to match aggregates in BSI data.

Los inversores corporativos e institucionales poseen la mayoría de las acciones y participaciones en FMM de la zona del euro, como se muestra en el gráfico 2[25]. Los inversores profesionales representan el 95 % de los FMM de valor liquidativo constante y el 99 % de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad. En el caso de los FMM de valor liquidativo variable, la proporción de inversores minoristas es ligeramente mayor, del 13 y el 12 % en el caso de los FMM de valor liquidativo variable a corto plazo y estándar, respectivamente[26].

Como se muestra en el gráfico 3, las instituciones financieras son los principales inversores en los distintos tipos de FMM, pues llegan a representar el 59 % del valor liquidativo, mientras que las sociedades no financieras representan el 19 % del valor liquidativo.

24 Véanse también los informes de la AEVM y la JERS.
25 AEVM, 8 de febrero de 2023: «Mercado de FMM de la UE 2023».
26 Estas cifras se deben en gran medida a los FMM domiciliados en Francia, en los que la proporción de inversores minoristas representa el 12 % del valor liquidativo debido a la presencia de planes de ahorro de los empleados.

Los inversores no pertenecientes a la UE predominan en Luxemburgo e Irlanda, como se muestra en el gráfico 4. Los inversores no pertenecientes a la UE suponen más del 77 % del valor liquidativo de los FMM irlandeses y cerca del 63 % en el caso de Luxemburgo. En el caso de los FMM irlandeses, se trata principalmente de inversores establecidos en el Reino Unido (el 60 % de sus inversores, en función del importe que poseen). Lo anterior refleja la importancia de los FMM denominados en monedas de fuera de la UE que están domiciliados en estos Estados miembros. En cambio, los inversores franceses representan cerca del 76 % del valor liquidativo en Francia.

Gráfico 2: Inversores minoristas frente a inversores profesionales de los FMM (% del valor liquidativo total)
Fuente: Informe sobre el mercado de la AEVM de 2023.

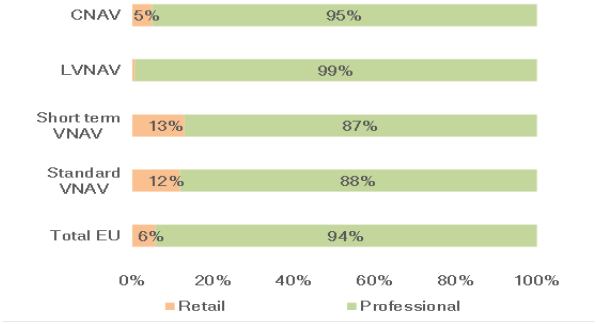


Gráfico 3: Tipos de inversores de FMM por sector (% del valor liquidativo total)
Fuente: base de datos del Reglamento sobre los FMM, AEVM.

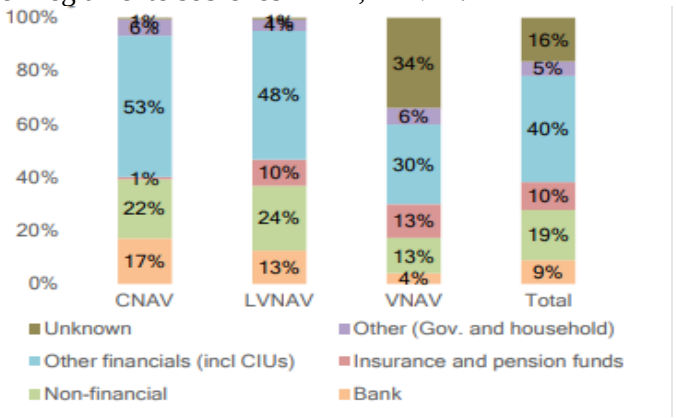
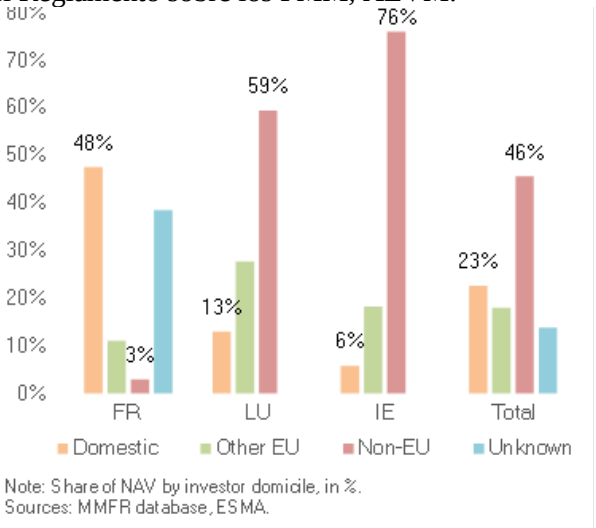


Gráfico 4: Porcentaje del valor liquidativo por domicilio del inversor
Fuente: base de datos del Reglamento sobre los FMM, AEVM.



Las conversaciones con los inversores de FMM y las respuestas de la consulta a las partes interesadas ponen de relieve que los criterios más importantes para los inversores a la hora de tomar decisiones de inversión son los siguientes: la liquidez intradía/diaria, el mantenimiento del capital y la diversificación. Otras de las características de los FMM de la UE que los inversores señalan que son importantes en sus decisiones de inversión son la calidad de la cartera o la rentabilidad. Los FMM se utilizan principalmente como instrumento de gestión de la liquidez.

Las acciones de los FMM se consideran «efectivo y equivalentes al efectivo» conforme a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 7[27]. Esto se aplica a los FMM de valor liquidativo constante y de valor liquidativo de baja volatilidad debido a su valor estable y a la posibilidad de obtener reembolsos intradiarios. En determinadas jurisdicciones, este tratamiento contable también se aplica al valor liquidativo variable. Las respuestas a la consulta de la Comisión indican que obligar a las empresas a invertir en otros instrumentos con características diferentes crearía incertidumbre en cuanto al tratamiento contable de estos productos como «efectivo o equivalentes al efectivo» y limitaría además las opciones de gestión de la liquidez de las empresas, ya que puede que otros instrumentos no ofrezcan liquidez intradía.

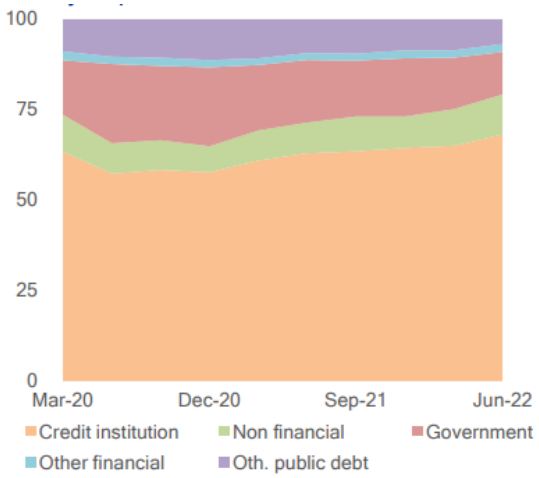
Los FMM de valor liquidativo constante de deuda pública deben invertir el 99,5 % de sus activos en deuda pública, en pactos de recompra inversa garantizados con deuda pública y en efectivo. Los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad y de valor liquidativo variable invierten principalmente en instrumentos del mercado monetario (67 % del total de sus activos), complementados con depósitos, pactos de recompra y de recompra inversa y otros activos a corto plazo.

Como se muestra en el gráfico 5, los FMM de la UE están principalmente expuestos al sector financiero, incluidas las entidades de crédito, cuyos valores representan más del 60 % del total de los instrumentos del mercado monetario en poder de los FMM de la UE. Las exposiciones a sociedades no financieras siguen siendo limitadas (10 % de los instrumentos del mercado

[27] Reglamento (UE) n.º 1126/2008, Norma Internacional de Contabilidad 7, apartado 6: «Los equivalentes al efectivo son inversiones a corto plazo de gran liquidez, que son fácilmente convertibles en importes determinados de efectivo, estando sujetos a un riesgo poco significativo de cambios en su valor».

monetario) y están principalmente en manos de FMM de valor liquidativo variable[28]. En conjunto, los FMM de la UE poseen entre el 50 y el 70 % de los pagarés de empresa financieros y certificados de depósito negociables denominados en euros[29] (Consejo de Estabilidad Financiera, 2021).

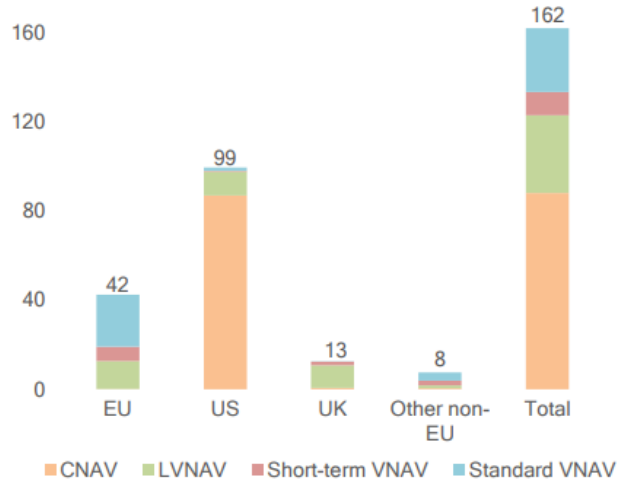
Gráfico 5: Los instrumentos del mercado monetario en poder de los FMM están expuestos principalmente al sector financiero (% de tenencias de instrumentos del mercado monetario)
Fuente: base de datos del Reglamento sobre los FMM, Eikon, autoridades nacionales competentes, AEVM.



Como se muestra en el gráfico 6, la mayor parte de la exposición a la deuda pública por parte de los FMM de la UE corresponde a emisores soberanos no pertenecientes a la UE (el 74 % de la exposición a deuda soberana a finales de 2021). Estas exposiciones están principalmente en manos de los FMM de valor liquidativo constante. Estos últimos redujeron considerablemente sus tenencias de bonos del Estado de un 62 % del total de activos en junio de 2021 a un 32 % en junio de 2022. Al mismo tiempo, incrementaron sus exposiciones a los mercados de recompra, motivados por las expectativas de cambio de los tipos de interés. La proporción de bonos del Estado en las carteras de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad aumentó significativamente a lo largo de 2020, pero volvió a ajustarse a la composición anterior a la COVID-19 a lo largo de 2021 y el primer semestre de 2022. Los FMM de valor liquidativo variable suelen tener una menor proporción de deuda pública, de una media del 7 % de sus activos[30].

[28] AEVM, 8 de febrero de 2023: «Mercado de FMM de la UE 2023».
[29] Certificado de depósito: un certificado expedido por un banco que reconoce un depósito en dicho banco durante un período de tiempo determinado y a un tipo de interés determinado (FMI, 2003).
[30] Véase la nota anterior.

Gráfico 6: Exposición a la deuda pública, al final de 2021, en miles de millones EUR
Fuente: base de datos del Reglamento sobre los FMM, autoridades nacionales competentes, AEVM.



2.3. Evolución reciente del mercado y lecciones extraídas

En los últimos años, se han producido varios episodios de tensión que han puesto a prueba el marco de los FMM. En marzo de 2020, la pandemia de COVID-19 provocó un aumento repentino de la demanda de activos seguros y líquidos tanto en el sector financiero como en el no financiero. La liquidez de los mercados se deterioró considerablemente en una amplia gama de mercados y dio lugar a intervenciones sin precedentes de los bancos centrales. El valor de los principales índices bursátiles cayó más del 30 % en varias semanas y los mercados financieros experimentaron un notable aumento de la volatilidad durante los primeros meses de la pandemia. Debido a la incertidumbre general, los inversores se mostraron indecisos a la hora de invertir en los mercados financieros, lo que dio lugar a enormes pérdidas de valoración.

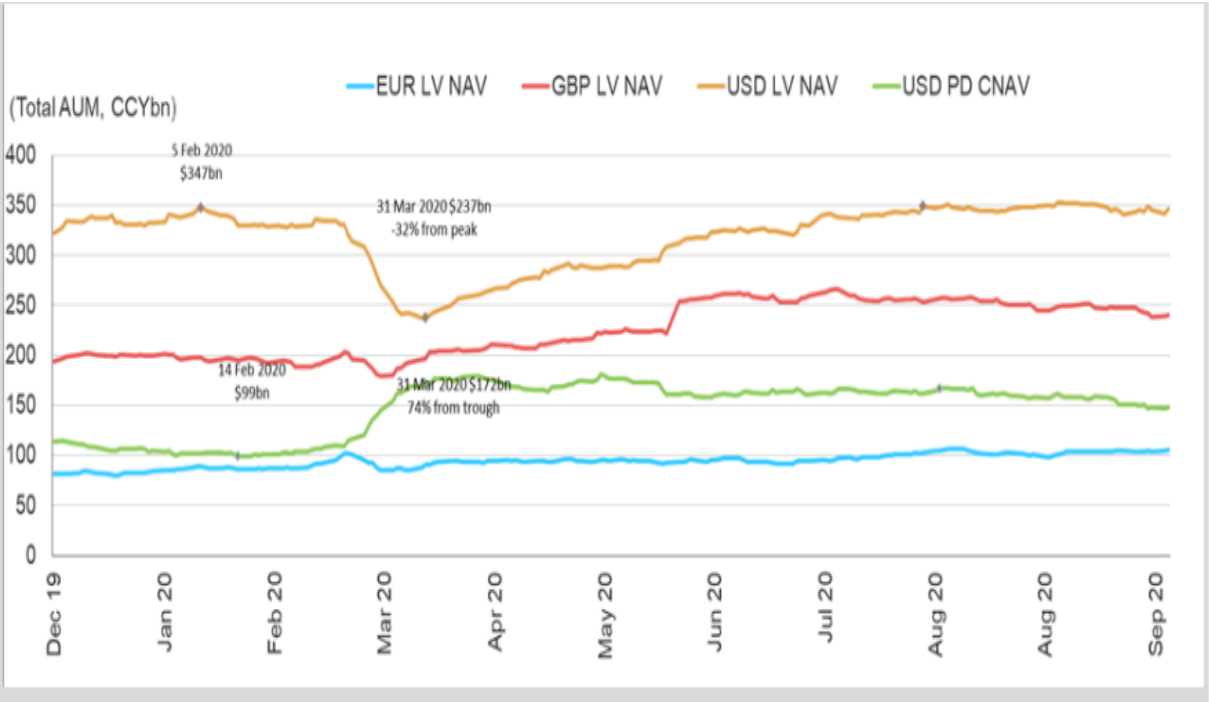
Los bonos de empresa y los FMM también experimentaron tensiones considerables. El rendimiento de los bonos de empresa aumentó significativamente en febrero y marzo de 2020. Los FMM expuestos a los mercados privados, es decir, los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad y los de valor liquidativo variable de la UE y los FMM *prime* de los EE. UU.[31], registraron elevados flujos de salida. Los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad domiciliados en la UE experimentaron salidas por valor de 51 400 millones EUR en marzo de 2020[32] y afrontaron dificultades para vender sus pagarés de empresa y certificados de depósito, ya que los bancos no querían o no podían comprarlos, incluidos sus propios pagarés[33].

Las tensiones fueron especialmente acusadas en el caso de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad denominados en USD, como se muestra en el gráfico 7 y en la bibliografía

[31] Un FMM *prime* es un tipo de fondo del mercado monetario estadounidense que invierte principalmente en valores no soberanos.
[32] AEVM, septiembre de 2021, «Report on Trends, Risks and Vulnerabilities» [«Informe sobre tendencias, riesgos y vulnerabilidades», documento en inglés], n.º 2, 2021.
[33] Los pagarés de empresa y los certificados de depósito suelen mantenerse hasta su vencimiento y, aunque tengan un vencimiento muy corto, su mercado secundario no es líquido, ni siquiera en épocas normales. Mientras tanto, los FMM suponen una proporción significativa de la demanda de estos instrumentos.

correspondiente[34]. Dado que sus tenencias de activos con vencimiento semanal se acercaban al mínimo reglamentario del 30 %, puede que algunos inversores se mostraran preocupados por la creciente posibilidad de que los gestores de fondos hicieran uso de los instrumentos de gestión de la liquidez disponibles (es decir, comisiones de liquidez o bloqueos de reembolso). La preocupación por el uso de instrumentos de gestión de la liquidez era especialmente intensa en el mercado estadounidense, lo cual podría explicarse por el hecho de que a los inversores de la UE les inquietan en general menos las comisiones que a los inversores estadounidenses, debido a su familiaridad con las comisiones de los OICVM. Como se muestra en el gráfico 7, esta situación se contagió a los FMM domiciliados en la UE, observándose una combinación de reembolsos en FMM de valor liquidativo de baja volatilidad en USD y suscripciones en FMM de valor liquidativo constante de deuda pública en USD de magnitud similar, lo que refleja un posible efecto de sustitución (o desplazamiento hacia emisiones de mayor calidad).

Gráfico 7: Evolución de los activos gestionados por distintos tipos de FMM en torno a marzo de 2020 *Fuente:* Federación Europea de Fondos y Sociedades de Inversión: datos de Fitch Ratings, iMoneyNet.



Los datos[35] reflejan que los FMM con una cantidad reducida de activos con vencimiento semanal registraron salidas superiores a los FMM con un gran número de activos con

[34] Así lo indican varios informes, incluido el informe del Consejo de Estabilidad Financiera, de octubre de 2021, titulado «Policy proposals to enhance money market fund resilience» [«Propuestas de actuación para mejorar la resiliencia de los fondos del mercado monetario», documento en inglés], la nota de la JERS de julio de 2021 sobre las vulnerabilidades sistémicas y las consideraciones preliminares de política para reformar los fondos del mercado monetario (FMM), y el artículo del BCE publicado en el Boletín Macroprudencial en abril de 2021 titulado «How effective is the EU Money Market Fund Regulation? Lessons from the COVID-19 turmoil» [«¿Cuán eficaz es el Reglamento de la UE sobre fondos del mercado monetario? Lecciones extraídas de la agitación causada por la COVID-19», documento en inglés].

[35] AEVM, 2021, «Report on Trends, Risks and Vulnerabilities» [«Informe sobre tendencias, riesgos y vulnerabilidades», documento en inglés], n.º 1 2021.

vencimiento semanal. Este análisis puede interpretarse como una prueba de que los inversores institucionales solicitaron reembolsos de los FMM para evitar estar sujetos a comisiones y bloqueos. Además, los estudios de Avalos y Xia (2021)[36], Darpeix (2021)[37] y Dunne y Giuliana (2021)[38] ponen de manifiesto que las ratios de liquidez fueron factores clave de los reembolsos en el caso de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad, pero no en el caso de los FMM de valor liquidativo variable, lo que apunta a posibles efectos de umbral indeseables[39]. Dada la magnitud de la crisis y la situación económica mundial desencadenada por la pandemia, los principales bancos centrales adoptaron una serie de medidas para apoyar a los mercados de capitales. Este apoyo se prestó a través de:

- compras en firme de certificados de depósito y pagarés de empresa denominados en moneda nacional (BCE[40], Banco de Inglaterra[41], Reserva Federal) en el mercado primario o secundario,
- la ampliación de las garantías reales admisibles a fin de incluir los bonos no garantizados emitidos por bancos (BCE),
- y facilidades de crédito para que los bancos compren activos de FMM (Reserva Federal)[42].

Como resultado de la intervención de los bancos centrales, las solicitudes de reembolso se ralentizaron y la liquidez mejoró en los mercados monetarios subyacentes. Aunque estas intervenciones tenían principalmente por objeto restablecer la confianza en la profundidad y la liquidez de los mercados de financiación a corto plazo, también beneficiaron indirectamente a los FMM de la UE.

Las turbulencias del mercado de marzo de 2020 dejaron patente que algunos segmentos de los mercados financieros no pudieron absorber aumentos significativos y repentinos de las

---

36 Avalos, F. y Xia, D. (2021), «Investor size, liquidity and prime money market fund stress» [«Tamaño de los inversores, liquidez y tensiones en los fondos *prime* del mercado monetario», documento en inglés], artículo especial de la revisión trimestral del BPI, páginas 17-29.

37 Darpeix, P.-E. y Mosson, N. (2021), «Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020» [«Análisis pormenorizado de las carteras de los fondos franceses del mercado monetario durante la crisis de la COVID-19 a principios de 2020», documento en inglés], AMF.

38 Dunne, P. y Raffaele, G. (2021), «Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?» [«¿Los límites de liquidez amplifican los reembolsos de los fondos del mercado monetario durante la crisis de la COVID-19?», documento en inglés], JERS, documento de trabajo n.º 127.

39 AEVM, 14 de febrero de 2022, «ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation» [«Dictamen de la AEVM sobre la revisión del Reglamento sobre fondos del mercado monetario», documento en inglés].

40 En marzo del 2020, el BCE anunció un nuevo apoyo a los mercados monetarios en euros mediante la ampliación de su actual programa de compras de bonos corporativos para incluir los pagarés de empresa no financieros denominados en euros con un plazo de vencimiento residual de tan solo veintiocho días (reducido desde el anterior mínimo de seis meses). Así pues, el programa de compras de bonos corporativos del BCE solo benefició indirectamente a los FMM en moneda local contribuyendo a restablecer la confianza en los mercados subyacentes denominados en euros.

41 Paolo Cavallino y Fiorella De Fiore, 5 de junio de 2020, «Central banks' response to COVID-19 in advanced economies» [«La respuesta de los bancos centrales a la COVID-19 en las economías avanzadas», documento en inglés], Boletín del BPI n.º 21.

42 No obstante, los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad en USD de la UE no podían acogerse a las facilidades del BCE ni al Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF, mecanismo de liquidez para fondos de inversión colectiva del mercado monetario) de la Reserva Federal, e inicialmente sufrieron salidas, pero se recuperaron rápidamente tras los anuncios de los bancos centrales.

presiones de las ventas. Esto pudo deberse también a que la aportación de liquidez por parte de los operadores era más limitada y menos sensible a los aumentos repentinos de la demanda que antes de la crisis financiera de 2008. No obstante, ningún FMM de la UE tuvo que introducir comisiones ni bloqueos de reembolso ni suspender los reembolsos en marzo de 2020. Además, ningún FMM de valor liquidativo de baja volatilidad superó los umbrales establecidos en el Reglamento sobre los FMM para convertirse en un FMM de valor liquidativo variable (en el caso de algunos FMM de valor liquidativo de baja volatilidad en USD, la desviación del valor liquidativo de mercado respecto del valor liquidativo constante se acercó al tope de la banda de 20 puntos básicos). No obstante, estos resultados deben interpretarse con cautela y contextualizarse, habida cuenta de las intervenciones de los bancos centrales en apoyo de los mercados.

Desde febrero de 2022, la invasión rusa de Ucrania y las tensiones geopolíticas conexas han afectado a los mercados financieros, especialmente a los precios de las materias primas y a los productos derivados relacionados con estas. Dado que los FMM de la UE invierten en activos de elevada liquidez y un vencimiento corto con un riesgo de crédito mínimo, no experimentaron pérdidas ni salidas significativas. Los FMM se han adaptado a la situación reorientando sus tenencias hacia instrumentos con un vencimiento aún más corto, que están menos expuestos al riesgo de tipo de interés[43], y aumentando su liquidez. Existen algunos indicios de efectos indirectos por parte de inversores que vendían otros activos o se enfrentaban a ajustes de los márgenes de garantía y que aprovecharon los FMM de la UE para almacenar liquidez o acceder a ella. Sin embargo, las entradas y salidas parecían bastante equilibradas y ningún FMM de la UE tuvo que introducir comisiones de reembolso ni suspender los reembolsos en esta situación.

En septiembre de 2022, las tensiones del mercado experimentadas en el Reino Unido también afectaron a los FMM de la UE con una exposición considerable a activos del Reino Unido o con inversores británicos (en particular, a los FMM irlandeses, el 60 % de cuya base de inversores en función del importe que poseen procede del Reino Unido). Según las pruebas disponibles, se produjo una repercusión indirecta en los FMM denominados en GBP, vinculada principalmente al hecho de que los inversores necesitaban acceder rápidamente a liquidez tras el aumento de los ajustes de los márgenes de garantía y las ventas forzadas, especialmente por parte de fondos con estrategias de inversión basadas en el pasivo[44]. Algunos FMM denominados en GBP registraron un aumento de las salidas (cinco fondos experimentaron salidas acumuladas de más del 10 %)[45] poco después del anuncio del «minipresupuesto» del Reino Unido el 23 de septiembre de 2022.

La situación se revirtió rápidamente tras la intervención del Banco de Inglaterra para apoyar el mercado de bonos del Estado británicos. En octubre de 2022, los FMM de la UE denominados en GBP registraron entradas de casi el 30 %. Además, la última semana de septiembre de 2022, los FMM de la UE denominados en GBP tomaron medidas para reforzar

---

43 Los activos de menor duración se enfrentan a una menor variación del precio tras una perturbación de los tipos de interés. En promedio, los FMM han reducido notablemente su vencimiento medio ponderado, hasta los diecinueve días —el valor más bajo en los últimos diez años— desde los niveles anteriores próximos a cincuenta días a finales de 2020 y 2021.

44 Estas estrategias han sido utilizadas, en particular, por los fondos de pensiones de prestaciones definidas, que han utilizado el apalancamiento para poder igualar sus activos y pasivos en un entorno de tipos de interés bajos.

45 AEVM, febrero de 2023, «Report on Trends, Risks and Vulnerabilities» [«Informe sobre tendencias, riesgos y vulnerabilidades», documento en inglés], n.º 1, 2023.

su resiliencia, para lo cual aumentaron la proporción de activos líquidos en sus carteras, y los niveles de liquidez tanto diarios como semanales se incrementaron significativamente[46].

Si bien un fondo de valor liquidativo de baja volatilidad estuvo cerca de rebasar el límite reglamentario para la desviación del valor liquidativo, parece que, en general, el sector resistió bien y cumplió su función de proporcionar un almacenamiento de liquidez a corto plazo. El episodio de inversión basada en el pasivo pone de relieve el papel de los FMM como vehículos de gestión de la liquidez para los inversores institucionales. También pone de manifiesto la importancia de preservar la resiliencia del sector de los FMM frente a distintos tipos de perturbaciones económicas.

En marzo de 2023, no se observó ninguna repercusión significativa en los FMM de la UE tras las turbulencias del sector bancario. En los EE. UU., el colapso del Silicon Valley Bank llevó a algunos depositantes a cuestionar la seguridad de los depósitos bancarios, en particular los que superaban el límite de protección reglamentaria. Esto provocó un viraje hacia los FMM estadounidenses, que ofrecían mayores rendimientos y una mayor flexibilidad. Además, durante las últimas semanas de marzo de 2023, las turbulencias bancarias provocaron un aumento de las entradas en el instrumento de recompra inversa a un día de la Reserva Federal. Tras la adquisición de Credit Suisse por UBS, los FMM de la UE también han experimentado entradas considerables, entre ellas, 17 700 millones EUR en FMM denominados en euros en marzo de 2023, lo que podría tomarse como un indicio de que los participantes en el mercado consideran que el sector de los FMM de la UE es resiliente.

3. IDONEIDAD DEL REGLAMENTO SOBRE LOS FMM DESDE UNA ÓPTICA PRUDENCIAL Y ECONÓMICA

En la siguiente sección se examina la adecuación del Reglamento sobre los FMM desde una óptica prudencial y económica, de conformidad con los requisitos del artículo 46, apartado 2, de dicho Reglamento.

Los FMM constituyen una categoría diferenciada de fondos de inversión, estrechamente interrelacionados, por un lado, con empresas que operan en la economía real y el sector bancario y, por otro, con partes clave de los mercados financieros. Tienen una importante doble función económica como instrumento de gestión de la liquidez y el efectivo y como instrumento de financiación a corto plazo para entidades financieras y no financieras. No son homogéneos, y su estructura y características de riesgo difieren de una jurisdicción a otra[47].

3.1. Los FMM y la deuda emitida o garantizada por los Estados miembros de la UE

El artículo 46, apartado 2, letras b) y c), del Reglamento sobre los FMM exige a la Comisión que evalúe el papel que desempeñan los FMM en la adquisición de deuda emitida o garantizada por los Estados miembros y que tome en consideración las características de dicha deuda y la función que cumple en la financiación de los Estados miembros.

[46] AEVM, febrero de 2023, «Report on Trends, Risks and Vulnerabilities» [«Informe sobre tendencias, riesgos y vulnerabilidades», documento en inglés], n.º 1, 2023.

[47] Consejo de Estabilidad Financiera, 11 de octubre de 2021, *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience* [«Propuestas de actuación para mejorar la resiliencia de los fondos del mercado monetario», documento en inglés].

Debido a la liquidez relativamente baja y a los vencimientos a largo plazo de los instrumentos de deuda emitidos o garantizados por los Estados miembros de la UE, los FMM de la UE no invierten significativamente en dichos valores. En su lugar, la mayor parte de la exposición a la deuda pública de los FMM de la UE corresponde a emisores soberanos no pertenecientes a la UE (119 000 millones EUR al final de 2021, el 74 % de la exposición total a la deuda pública). En particular, la deuda pública estadounidense representa prácticamente la totalidad de las tenencias de deuda soberana de los FMM de valor liquidativo constante (88 000 millones EUR al final de 2021). En el caso de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad, la deuda pública de la UE representaba el 36 % de su exposición a bonos del Estado al final de 2021, mientras que la deuda soberana británica y estadounidense representaba alrededor del 60 %. A diferencia de los otros tipos de FMM, la mayoría de las tenencias de deuda pública de los FMM de valor liquidativo variable son instrumentos de la UE, los cuales representan más del 75 % de su exposición a deuda pública al final de 2021[48]. No obstante, los FMM de valor liquidativo variable suelen tener un porcentaje más bajo de deuda pública en comparación con otros tipos de FMM (solo el 7 % de sus activos).

Con arreglo al Reglamento sobre los FMM, la deuda pública con un vencimiento residual más prolongado[49] puede seguir constituyendo hasta 17,5 puntos porcentuales del 30 % de activos con vencimiento semanal exigido para los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad o de valor liquidativo constante de deuda pública. Quienes participaron en la consulta indican que el límite del 17,5 % parece incoherente con el tratamiento de la deuda soberana en otros marcos legislativos (sección 3.2). Sin embargo, el Reglamento sobre los FMM permite a los FMM invertir hasta el 100 % de sus activos en deuda soberana y las limitaciones van dirigidas únicamente a los colchones de liquidez de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad y de valor liquidativo constante de deuda pública debido al vencimiento más largo y a la mayor volatilidad de dichos activos en comparación con los activos con vencimiento semanal. Los participantes en la consulta también indican que muchos inversores recurren a FMM de valor liquidativo constante de deuda pública por no estar dispuestos a invertir en carteras de crédito o no poder hacerlo. Esto suele deberse a requisitos específicos reglamentarios o en materia de garantías reales o de capital, p. ej., el requisito de que la situación de tesorería solo esté garantizada con deuda pública o requisitos reglamentarios como activos líquidos de elevada calidad. Otros inversores indican que, si bien las inversiones en FMM de valor liquidativo constante de deuda pública se realizan con fines de diversificación, el tamaño de estos mercados no es lo suficientemente grande como para satisfacer las necesidades de gestión de la liquidez de algunos inversores.

3.2. Definiciones uniformes adecuadas de liquidez elevada y sumamente elevada, así como de calidad crediticia elevada y sumamente elevada de los activos transferibles

El artículo 46, apartado 2, letra d), del Reglamento sobre los FMM exige a la Comisión que tenga en cuenta el informe a que se refiere el artículo 509, apartado 3, del Reglamento (UE) n.º 575/2013.

[48] AEVM, 8 de febrero de 2023: «Mercado de FMM de la UE 2023».

[49] Siempre que sean de elevada liquidez y puedan reembolsarse y liquidarse en el plazo de un día hábil, dichos activos pueden contabilizarse como activos con vencimiento semanal con un vencimiento residual de hasta 190 días.

El artículo 509, apartado 3, del Reglamento (UE) n.º 575/2013 encomienda a la ABE que informe a la Comisión sobre las definiciones uniformes adecuadas de liquidez elevada y sumamente elevada, así como de calidad crediticia elevada y sumamente elevada de los activos transferibles. Los bancos invierten en estos activos para cumplir los requisitos reglamentarios de liquidez establecidos en las normas definidas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

La ABE publicó este informe el 20 de diciembre de 2013[50], al tiempo que recomendaba que sus conclusiones empíricas se complementaran con un dictamen cualitativo o experto, basándose también en el asesoramiento en materia de supervisión. Sobre la base del análisis empírico de una amplia gama de activos financieros negociados en la UE, la ABE distinguió entre activos de liquidez y calidad elevadas y activos de liquidez y calidad sumamente elevadas. En consonancia con las normas internacionales, la ABE recomendó que todos los bonos emitidos o garantizados por emisores soberanos y bancos centrales del Espacio Económico Europeo en la moneda nacional, así como los emitidos o garantizados por entidades supranacionales, se considerasen activos transferibles de liquidez y calidad crediticia sumamente elevadas.

La gestión del riesgo de liquidez para los gestores de activos incorpora una serie de salvaguardias: los plazos de vencimiento escalonados, en particular para los activos menos líquidos, los segmentos de liquidez diaria y semanal en función del vencimiento de los activos de la cartera, las normas sobre la calidad crediticia de los activos, conocer la base de inversores del FMM y las normas sobre el comportamiento y la liquidez de los activos y su correlación. Desde 2017, se ha prestado mayor atención al refuerzo de la gestión del riesgo de liquidez, en particular trabajando en las pruebas de resistencia de los FMM, la transparencia y la supervisión, la definición de activos líquidos y la admisibilidad de los activos a efectos de los requisitos de liquidez.

Con arreglo a las normas de gestión de activos de la UE, no es posible presuponer automáticamente la liquidez de un activo y debe realizarse una prueba de liquidez adecuada. A tal fin, los gestores de activos deben poner en marcha un proceso adecuado de gestión del riesgo, que se revise sistemáticamente y se adapte a sus estrategias de inversión y al tipo de inversores (política de conocimiento del cliente). La liquidez y la calidad crediticia se miden caso por caso a nivel de los instrumentos financieros y de la cartera global.

Por lo tanto, si bien algunos activos pueden considerarse de liquidez elevada o sumamente elevada con arreglo al marco bancario de la UE, puede que este no sea el caso automáticamente en el contexto de un FMM y sería necesario un análisis caso por caso para determinar la liquidez y la calidad crediticia de los activos de un fondo.

3.3. Impacto del Reglamento sobre los FMM en los mercados de financiación a corto plazo

El artículo 46, apartado 2, letra e), del Reglamento sobre los FMM exige que la Comisión tenga en cuenta las repercusiones de dicho Reglamento en los mercados de financiación a corto plazo.

[50] Workstream 5 (WS 5): Informe sobre la ratio de cobertura de liquidez con arreglo al artículo 481, apartado 1, del Reglamento sobre Requisitos de Capital (RRC) (europa.eu).

Los FMM forman parte del ecosistema más amplio de financiación a corto plazo. Las turbulencias de marzo de 2020 pusieron de manifiesto ciertas vulnerabilidades estructurales, lagunas en los datos e incertidumbres normativas en los mercados europeos de financiación a corto plazo. Si bien estos quedan fuera del ámbito de aplicación del Reglamento sobre los FMM, siguen siendo importantes para el buen funcionamiento de los FMM de la UE.

El mercado de financiación a corto plazo es un mercado extrabursátil intermediado por operadores. Existen pruebas de que este mercado de financiación a corto plazo está fragmentado y es opaco[51]. La información pertinente se distribuye entre varios centros de negociación, ninguno de los cuales puede ofrecer una imagen completa del mercado debido a la presentación de informes parciales, a la falta de claridad respecto al ámbito de actuación, a la incoherencia terminológica, etc.

El estudio también revela que la actividad en el mercado secundario (puja, oferta, precio, volúmenes, etc.) es prácticamente opaca en su totalidad, lo que dificulta la formación de los precios, genera ineficiencias en estos mercados y da pie a dificultades para que los FMM supervisen adecuadamente los riesgos en una situación de tensión. También impide que los reguladores evalúen con precisión la liquidez estructural del mercado. Una mayor transparencia podría contribuir a que los mercados de financiación a corto plazo sean más dinámicos y resilientes, reduciendo de este modo también el riesgo asociado a los FMM en caso de tensión grave.

La mayoría de los participantes en la consulta, incluidos los pertenecientes al sector financiero y los supervisores, señalaron la necesidad de aumentar la transparencia y de contribuir a la formación de precios en los mercados de valores a corto plazo, exigiendo la publicación de más información sobre lo que se está negociando y sobre los saldos vivos.

Además, dada la menor liquidez y la opacidad de este mercado, se corre el riesgo de que las tensiones del mercado puedan transmitirse a otros FMM siguiendo lo que se denomina una dinámica de contagio. Para satisfacer las solicitudes de reembolso, los FMM deben invertir en activos suficientemente líquidos. Entre estos instrumentos líquidos se incluyen los pactos de recompra inversa (a menudo a un día), las letras del Tesoro y los depósitos bancarios. Otros instrumentos (certificados de depósito, pagarés de empresa) no siempre pueden venderse rápidamente (ya que normalmente se conservan hasta su vencimiento y los mercados secundarios no son lo suficientemente profundos, lo que aumenta la repercusión sobre los precios si se venden), pero tienen un vencimiento muy corto. En caso de que se produjera una retirada masiva, los FMM recurrirían en primer lugar a los ingresos de los activos que venzan o pondrían fin a sus operaciones de recompra inversa para satisfacer las solicitudes de reembolso. Si la retirada masiva continuase, los FMM venderían sus activos líquidos sin seguir invirtiendo en instrumentos a corto plazo, lo que daría lugar a un súbito agotamiento de las fuentes de financiación de las empresas.

En principio, esta dinámica de contagio se evitaría si los FMM pudieran invertir su efectivo en instrumentos que, en caso de una retirada rápida, no darían lugar a contagios en el mercado. Uno de los instrumentos que cumple este requisito es un depósito en el propio banco

[51] Darpeix, P., marzo de 2022, «The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know» [«El mercado de los títulos de deuda a corto plazo en Europa: lo que sabemos y lo que no», documento en inglés], Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.

central. Puede encontrarse un estudio de caso de este tipo de instrumento en los EE. UU., donde los FMM pueden depositar su exceso de efectivo en el instrumento de recompra inversa a un día de la Reserva Federal estadounidense. Además de evitar dinámicas de contagio en situaciones de crisis de liquidez, este instrumento también sitúa al sector de los FMM estadounidenses en una posición de ventaja respecto a los FMM de la UE en términos de flexibilidad a la hora de gestionar sus entradas de liquidez[52]. Esto se vio reflejado en la crisis bancaria provocada por el colapso del Silicon Valley Bank, que dio lugar a un aumento de las entradas en FMM estadounidenses, lo que se tradujo en un posterior aumento del uso del instrumento de la Reserva Federal durante las últimas semanas de marzo de 2023. Para marzo de 2023, los FMM y otros participantes admisibles disponían de más de 2,3 billones USD en dicho instrumento[53].

3.4. Evolución de la normativa a escala internacional

El artículo 46, apartado 2, letra f), del Reglamento sobre los FMM exige que la Comisión atienda a los cambios normativos que se registren a nivel internacional.

Los acontecimientos relacionados con la pandemia imprimieron un gran impulso a favor de seguir reforzando el marco regulador de los FMM, lo que ha dado lugar a varias propuestas de la AEVM, la JERS y el Consejo de Estabilidad Financiera para reformar el marco regulador de los FMM, limitar los riesgos sistémicos y garantizar que el sector de los FMM pueda resistir a una hipotética crisis de liquidez o a posibles tensiones en el mercado en el futuro. Las opciones de actuación propuestas por las distintas autoridades e instituciones pueden agruparse de la siguiente manera: 1) reducir el riesgo de retiradas masivas (en particular suprimiendo las características de determinados FMM similares a las de un depósito), 2) reforzar la liquidez de los FMM y su capacidad para absorber pérdidas, y 3) medidas para prepararse ante futuras crisis. Estas propuestas se enumeran en el cuadro 2 y se detallan a continuación.

Cuadro 2. Principales propuestas de actuación

Objetivos estratégicos	Propuestas de actuación	1) AEVM	2) JERS	3) Consejo de Estabilidad Financiera
Reducir el riesgo de retiradas masivas	Eliminar la posibilidad de utilizar el coste amortizado en el caso de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad	Sí	Sí	Sí
	Desvincular la activación de instrumentos de gestión de la liquidez de la aplicación de umbrales reglamentarios en el caso de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad y de valor liquidativo constante	Sí	Sí	Sí
	Imponer a los inversores el coste de sus reembolsos		Sí	Sí
Reforzar la liquidez de los FMM y su capacidad para absorber pérdidas	Normas sobre el uso de instrumentos de gestión de la liquidez	Sí	Sí	Sí
	Cambios en la ratio de liquidez diaria y semanal	Sí	Sí	

[52] Sin embargo, la decisión de abrir una línea de liquidez de este tipo para los FMM excede de las competencias de la Comisión Europea y es responsabilidad del BCE.

[53] Reverse Repo Operations - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK [«Operaciones de recompra inversa. BANCO DE LA RESERVA FEDERAL de NUEVA YORK», página en inglés] (newyorkfed.org).

	Imponer una ratio mínima de inversión en deuda pública	Tenencia voluntaria	Sí	
	Aumentar la posibilidad de utilizar las tenencias de liquidez en momentos de tensiones	Sí	Sí	
	Introducir un saldo mínimo en riesgo			Sí
	Colchón de capital			Sí
Otras medidas	Refuerzo del marco de las pruebas de resistencia	Sí	Sí	
	Apoyo externo (incorporación de las declaraciones de la AEVM a la legislación)	Sí		
	Normas sobre la divulgación de las calificaciones de los FMM	Sí		
	Requisitos más estrictos de presentación de informes	Sí	Sí	

- *ESMA opinion to reform MMF Regulation* [«Dictamen de la AEVM sobre la reforma del Reglamento sobre los FMM», documento en inglés], 14 de febrero de 2022.
- Recomendación de la JERS sobre la reforma de los FMM, 25 de enero de 2022.
- Recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera al G20 sobre las reformas de los FMM, 11 de octubre de 2021 («Policy proposals to enhance money market fund resilience» [«Propuestas de actuación para mejorar la resiliencia de los fondos del mercado monetario», documento en inglés]).
- Proyecto de modificación de las normas sobre los FMM por parte de la Comisión de Valores y Bolsa (SEC) de los EE. UU., 15 de diciembre de 2021 (MMF Reforms [Reformas de los FMM]), para consulta pública.
- Documento de debate conjunto sobre los FMM de la Financial Conduct Authority (FCA, Autoridad de Conducta Financiera) y el Banco de Inglaterra, mayo de 2022 (Resilience of Money Market Funds [Resiliencia de los fondos del mercado monetario]) para su consulta hasta el 23 de julio de 2022.

(*) Propuesta de exigir una tenencia mínima de activos de elevada liquidez, incluida la deuda pública, y tenencias máximas de activos de menor liquidez en situaciones de tensión en los mercados (p. ej., 40 % de certificados de depósito y pagarés de empresa del sector privado).
(**) El Banco de Inglaterra y la Financial Conduct Authority están estudiando la posibilidad de poner en marcha una consulta sobre la exclusión de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad de la categoría de fondos de valor liquidativo estable. Los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad se regirían por normas similares a las de los FMM de valor liquidativo variable a corto plazo. También están estudiando la posibilidad de limitar el tamaño del mercado de FMM de valor liquidativo constante de deuda pública.

3.4.1. Reducción del riesgo de retiradas masivas

Las organizaciones internacionales y los organismos de supervisión, como la JERS y la AEVM, han aconsejado que los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad se conviertan en fondos de valor liquidativo variable, siguiendo el ejemplo de los EE. UU[54]. Este cambio tendría por objeto reducir el riesgo de retiradas masivas provocadas por los efectos de umbral limitando las posibilidades de que los inversores obtengan reembolsos del FMM a precios constantes que, en períodos de tensiones en el mercado, no reflejan necesariamente las valoraciones actuales de los activos subyacentes en el mercado. A tal fin, proponen prohibir el uso de la contabilidad del coste amortizado y el correspondiente redondeo al segundo decimal, que permite a los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad ofrecer un precio de reembolso estable.

No obstante, esta opción estratégica acarrearía un cambio radical para el mercado de FMM de la UE y, en particular, la desaparición del mercado de FMM de valor liquidativo de baja

[54] La SEC estadounidense así lo hizo en 2016. La reforma de dicha comisión exigió que todos los FMM *prime* institucionales (esto es, los FMM no públicos utilizados por inversores institucionales) se transformaran en FMM de valor liquidativo variable. A consecuencia de esta reforma, los activos invertidos en estos FMM estadounidenses se fueron reduciendo considerablemente en los años previos a la aplicación de estos cambios, en beneficio de los FMM públicos estadounidenses (que se caracterizan por su valor liquidativo estable).

volatilidad. La conversión del valor liquidativo estable en valor liquidativo variable suprimiría las características de estos productos similares a las de un depósito, que es uno de los principales motivos citados por los inversores por los que utilizan estos FMM. La mayoría de los participantes en la consulta se mostraron bastante críticos con la eliminación de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad. La mayor parte de ellos consideraban que se corre el riesgo de que, en tal caso, algunos inversores salgan del mercado de FMM. La limitada disponibilidad de alternativas económicamente viables para los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad podría llevar a los inversores a recurrir a productos menos regulados.

A modo de alternativa, los actuales inversores en FMM de valor liquidativo de baja volatilidad podrían invertir en FMM de valor liquidativo constante de deuda pública (actualmente, el 11 % del mercado), en FMM de valor liquidativo variable (en particular, de valor liquidativo variable a corto plazo) o directamente en el mercado a corto plazo. Sin embargo, las respuestas a la consulta de las partes interesadas indican que el segmento de FMM de valor liquidativo constante de deuda pública es demasiado pequeño para satisfacer las necesidades de gestión de la liquidez de los inversores y que no cumple sus requisitos de liquidez. Además, los participantes en la consulta señalan que la eliminación de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad daría lugar a un aumento de la competencia por los activos públicos, que son utilizados como activos líquidos de alta calidad por los bancos, así como por muchos otros inversores con fines de gestión de la liquidez.

Algunos de ellos indican que los FMM de valor liquidativo variable a corto plazo podrían ser una alternativa, pero apuntan a la incertidumbre sobre su tratamiento contable como «efectivo y equivalente de efectivo» en diferentes jurisdicciones. Además, tales cambios tendrían asimismo implicaciones fiscales. La mayoría de los participantes en la consulta afirman que utilizarían los depósitos bancarios como instrumentos alternativos en caso de que los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad ya no estuvieran disponibles, a pesar de que los depósitos bancarios darían lugar a un aumento del riesgo de crédito de contraparte y reducirían significativamente la diversificación del riesgo en comparación con las carteras diversificadas ofrecidas por los FMM.

En general, los participantes en la consulta valoraron la utilidad de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad y, en particular, la facilidad operativa de uso para los inversores debido a la posibilidad de redondear el precio de las acciones dentro de la banda de fluctuación de 20 puntos básicos. En caso de que los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad dejaran de estar disponibles, los participantes en la consulta temían la falta de opciones alternativas de inversión y de diversificación del riesgo. También debe tenerse en cuenta la resiliencia de los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad durante las turbulencias de marzo de 2020, ya que, durante ese período, ningún FMM de dicha categoría activó instrumentos de gestión de la liquidez ni pasó a ser un FMM de valor liquidativo variable.

3.4.2. Refuerzo de la liquidez de los FMM y su capacidad para absorber pérdidas

Los organismos prudenciales y de supervisión han presentado una serie de opciones de actuación destinadas a reforzar aún más la capacidad de los FMM para hacer frente a las elevadas solicitudes de reembolso, así como para proteger el interés público y la estabilidad financiera.

Si bien en el Reglamento sobre los FMM la conexión entre el uso de instrumentos de gestión de la liquidez y los niveles de liquidez no es automática, un incumplimiento de las tenencias mínimas de activos con vencimiento semanal del 30 % puede dar lugar a la imposición de bloqueos o comisiones de reembolso. Esto parece haber obligado a los gestores de fondos a no utilizar sus tenencias de activos con vencimiento semanal para financiar las solicitudes de reembolso cada vez mayores en marzo de 2020, ante el temor a que un incumplimiento del nivel mínimo de activos con vencimiento semanal diera lugar a más solicitudes de reembolso, al anticipar los inversores la imposición de instrumentos de gestión de la liquidez. Así pues, desvincular completamente el posible uso de instrumentos de gestión de la liquidez respecto del incumplimiento de las tenencias mínimas de liquidez podría reforzar la capacidad de los gestores de fondos para financiar mayores reembolsos en períodos de tensión. Esta propuesta es la que ha obtenido el mayor apoyo de las partes interesadas hasta la fecha.

La propuesta de flexibilizar los límites impuestos a los activos de deuda pública aptos como parte de los segmentos de liquidez cuenta con el firme apoyo del BCE, que es partidario de que las inversiones en estos activos sean obligatorias. Las opiniones de las partes interesadas están divididas en cuanto al carácter vinculante y los niveles de inversión en dichos activos. Esta división de opiniones está asociada a la repercusión variable de dichas inversiones en la rentabilidad de los FMM y a la disponibilidad de deuda pública apta. Las partes interesadas también expresan cierta preocupación por el desplazamiento del riesgo de liquidez al mercado de deuda soberana. Aunque la deuda pública puede servir como herramienta crucial para gestionar la liquidez de los FMM, la reciente crisis del Reino Unido ha demostrado que no es inmune a episodios de volatilidad de los precios. Además, existe el riesgo de que un aumento de los límites impuestos a los activos de deuda pública aptos dé lugar a una concentración excesiva de las inversiones de los FMM en estos valores, si bien la diversificación de las inversiones en diferentes clases de activos constituye una salvaguardia importante.

En términos más generales, las propuestas de aumentar las tenencias mínimas de activos líquidos, aunque no sean controvertidas en cuanto al fondo, son difíciles de aplicar y pueden tener consecuencias no deseadas. De hecho, aunque las normas sobre la ratio de cobertura de liquidez ofrecen una definición de activos líquidos de alta calidad, en el sector de la gestión de activos es difícil definir los activos líquidos (p. ej., los bonos del Estado también pueden enfrentarse a situaciones de tensión en el mercado). Además, los gestores de FMM gestionan la liquidez con un enfoque holístico que incluye plazos de vencimiento escalonados, el uso de operaciones de recompra inversa y las características de su base de inversores (incluida la concentración de inversores). Además, la aplicación de umbrales estrictos adicionales introduciría rigidez a la hora de aplicar las políticas de gestión del riesgo de liquidez de los gestores de activos, incluidas las pruebas de resistencia, con posibles efectos no deseados.

Existen opiniones divergentes entre las partes interesadas, según el papel y la función de los FMM, acerca de la repercusión real de las recomendaciones de ofrecer a los gestores de fondos la posibilidad de trasladar el coste de los reembolsos a los inversores (mediante la imposición de diferentes tipos de instrumentos de gestión de la liquidez basados en el precio, también conocidos como «ajuste del valor liquidativo»), tal como recomiendan el Consejo de Estabilidad Financiera y la JERS y ha propuesto la Comisión de Valores y Bolsa de los EE. UU. Siguiendo las recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera y de la JERS, la propuesta de revisión de la Directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos (Directiva GFIA) y la Directiva OICVM tiene por objeto ampliar la gama de instrumentos de gestión de la liquidez para los fondos de la UE y armonizar la forma en que se utilizan. Los FMM de la UE se beneficiarán de la revisión de la Directiva GFIA y la Directiva OICVM, en

virtud de la cual los gestores de activos podrán seleccionar los instrumentos de gestión de la liquidez más adecuados de entre una lista específica.

El Consejo de Estabilidad Financiera ha presentado propuestas para aumentar la capacidad de absorción de pérdidas de los FMM, en particular imponiendo restricciones a las acciones que pueden amortizarse inmediatamente (lo que se conoce como «saldo mínimo para riesgos») y exigiendo a los FMM que mantengan colchones de capital, por ejemplo fuera del FMM, en una cuenta de garantía bloqueada financiada por los gestores de los fondos. Estos tipos de soluciones reducirían la ventaja de los inversores que sean los primeros en actuar, ya que mitigarían el riesgo de que se impongan las pérdidas al resto de los inversores. Sin embargo, estas soluciones no se han puesto a prueba y dependen de ajustes operativos significativos (en el caso del «saldo mínimo para riesgos»), o harían más costoso el funcionamiento de los FMM y, por tanto, probablemente darían lugar al cierre de algunos fondos (en el caso de los colchones de capital) y a menores rendimientos para los inversores.

3.4.3. Otras medidas

La AEVM y el Consejo de Estabilidad Financiera han propuesto asimismo una serie de medidas adicionales, que no están directamente relacionadas con las operaciones de los FMM y que merecen una evaluación más detallada. Estas están relacionadas principalmente con la presentación de informes y las pruebas de resistencia. Del mismo modo, podrían evaluarse con más detenimiento otras propuestas de las partes interesadas, como el refuerzo de la supervisión.

3.5. Viabilidad de establecer una cuota de deuda pública de la Unión del 80 %

El artículo 46, apartado 2, del Reglamento sobre los FMM exige a la Comisión que evalúe la viabilidad de establecer una cuota de deuda pública de la UE del 80 %.

El presente informe tiene en cuenta la disponibilidad de instrumentos de deuda pública a corto plazo de la UE y evalúa si los FMM de valor liquidativo de baja volatilidad podrían ser una alternativa adecuada a los FMM de valor liquidativo constante de deuda pública centrados en instrumentos en otras monedas.

El considerando 56 del Reglamento sobre los FMM sostiene que tal cuota puede estar justificada «desde un punto de vista de la supervisión prudencial», dado que «la emisión de instrumentos de deuda pública a corto plazo de la Unión está sujeta al Derecho de la Unión». Sin embargo, existen dos obstáculos principales que hacen que dicha cuota resulte inviable en la práctica.

El primer obstáculo es el desajuste entre, por un lado, los FMM de valor liquidativo constante de deuda pública actualmente disponibles en la UE (que están denominados principalmente en USD o GBP, y solo existe un FMM de valor liquidativo constante de deuda pública denominado en euros relativamente pequeño[55]) y, por otro lado, la denominación de la deuda pública en la UE. Los datos de Darpeix[56] muestran que la inmensa mayoría (alrededor del 90 %) de los títulos de deuda a corto plazo emitidos por países de la UE (pertenezcan o no a la

[55] Sobre la base de los datos de la AEVM, 8 de febrero de 2023: «Mercado de FMM de la UE 2023».

[56] Darpeix, P., marzo de 2022, «The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know» [«El mercado de los títulos de deuda a corto plazo en Europa: lo que sabemos y lo que no», documento en inglés], Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.

zona del euro) están denominados en euros, y solo alrededor del 5 % están denominados en USD. El desajuste entre las denominaciones de los propios fondos y los instrumentos de deuda pública disponibles implica que los FMM de valor liquidativo constante de deuda pública de la UE invierten principalmente en instrumentos emitidos por los EE. UU. y el Reino Unido[57].

Los resultados de la consulta pública indican que, incluso con la imposición de una cuota de deuda pública de la UE, los inversores en FMM de valor liquidativo constante denominados en USD y GBP probablemente no pasarían a FMM de deuda pública denominados en euros, por dos motivos principalmente.

- En primer lugar, porque los clientes tienen en cuenta sobre todo los aspectos relacionados con el riesgo soberano y el riesgo de tipo de cambio. Por ejemplo, los clientes que invierten en FMM denominados en USD desean estar expuestos a la deuda y la moneda estadounidenses en lugar de a la deuda y la moneda de la UE. Esto también está estrechamente relacionado con la función económica de los FMM como depósito de liquidez en una determinada moneda.
- En segundo lugar, porque existen riesgos asociados a una escasa diversificación y una liquidez relativamente baja de la deuda pública a corto plazo denominada en euros. Las observaciones de las partes interesadas indican que los FMM prefieren invertir en activos con un vencimiento inferior a tres meses, lo que resulta difícil de lograr con el mercado actual de deuda pública denominada en euros.

El segundo obstáculo es que esta cuota podría tener consecuencias negativas para la estabilidad financiera. Los bancos necesitan estar expuestos a la deuda pública para cumplir los requisitos de liquidez del Acuerdo de Capital de Basilea II. Una cuota mínima de deuda pública de la UE del 80 % implicaría que los FMM se enfocarían en los mismos instrumentos que los bancos. Como consecuencia de ello, habría una multitud de inversores que invertirían en la misma clase de activos, con lo cual aumentarían los riesgos de contagio e inestabilidad financiera en situaciones de crisis debido a que las exposiciones subyacentes en común amplifican un círculo vicioso entre el riesgo financiero y el riesgo soberano.

A la luz del análisis anterior, las ventajas de establecer una cuota mínima de deuda pública de la UE del 80 % para los FMM de la UE siguen siendo cuestionables. No obstante, incluso sin la imposición de una cuota, en el mercado podrían aparecer FMM de valor liquidativo constante de deuda pública más centrados en el euro tras el reciente aumento de los tipos de interés en la zona del euro, lo que podría ayudar a colocar más deuda soberana a corto plazo en euros en FMM de valor liquidativo constante de deuda pública de la UE.

4. CONCLUSIONES

El presente informe responde al mandato legal previsto en el artículo 46, apartados 1 y 2, del Reglamento sobre los FMM, por el cual la Comisión debe presentar un informe al Parlamento Europeo y al Consejo en el que revise la idoneidad del Reglamento sobre los FMM desde una óptica prudencial y económica.

El informe muestra que el Reglamento sobre los FMM superó con éxito la prueba que supuso la crisis de liquidez experimentada por los FMM durante las turbulencias del mercado

[57] Por diversas razones, los FMM tienden a no mezclar distintas monedas. Aunque podrían hacerlo en cierta medida cubriendo las exposiciones al riesgo de tipo de cambio a través de derivados sobre divisas, sería sustancialmente demasiado costoso.

relacionadas con la COVID-19 de marzo de 2020, los recientes aumentos de los tipos de interés y la consiguiente revisión de los precios de los activos financieros. Ningún FMM de la UE tuvo que introducir comisiones ni bloqueos de reembolso ni suspender los reembolsos durante estos episodios de tensiones. Del mismo modo, los FMM de la UE centrados en activos denominados en GBP resistieron la presión ejercida por las solicitudes de reembolso asociada a las tensiones del mercado de bonos del Estado británicos en septiembre de 2022.

Estas experiencias indican que las salvaguardias del Reglamento sobre los FMM han funcionado según lo previsto, entre las que se incluyen las salvaguardias que se concibieron para permitir que los FMM de valor liquidativo estable (valor liquidativo constante y valor liquidativo de baja volatilidad) sigan utilizando, en determinadas condiciones, el método del coste amortizado sin crear riesgos sistémicos ni perjudicar a los inversores.

Al introducir un régimen específico, el Reglamento sobre los FMM ha reforzado considerablemente el marco regulador de los FMM en la UE, que anteriormente estaban sujetos a normas diferentes. No obstante, tras cinco años de aplicación del Reglamento sobre los FMM, el presente informe señala algunas deficiencias que deben evaluarse más a fondo. En particular, los resultados de la consulta a las partes interesadas y la evolución reciente del mercado ponen de manifiesto que podría haber margen para seguir aumentando la resiliencia de los FMM de la UE, en particular desvinculando la posible activación de los instrumentos de gestión de la liquidez respecto de los umbrales reglamentarios de liquidez. Además, el presente informe destaca los problemas estructurales que son externos a los FMM y, por tanto, también al Reglamento sobre los FMM, incluidos los relacionados con los mercados subyacentes a corto plazo. Estos problemas estructurales merecerían una evaluación más detallada, y actualmente también son objeto de un análisis más profundo por parte del Consejo de Estabilidad Financiera.

Por último, los FMM de la UE se beneficiarán de la revisión en curso de la Directiva GFIA y la Directiva OICVM[58], cuyo objetivo es introducir nuevas normas armonizadas para aumentar la disponibilidad de instrumentos de gestión de liquidez para los fondos abiertos. Este nuevo marco para los instrumentos de gestión de la liquidez reforzará en mayor medida la resiliencia de la gestión de la liquidez de los FMM de la UE en situaciones de tensión.

[58] Dado que los FMM que operan en la UE deben establecerse en esta y cumplir la Directiva GFIA o la Directiva OICVM. La propuesta de la Comisión puede consultarse en: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Servicios-financieros-revision-de-las-normas-de-la-UE-relativas-a-los-gestores-de-fondos-de-inversion-alternativos_es.