

Evolución de la regulación de los Fondos Money Market en EE.UU *Documento elaborado por Marcela Villegas**

A raíz de la crisis financiera mundial de 2008, la percepción del riesgo sistémico, su regulación y evolución se han venido ampliando desde una perspectiva tradicional y más enfocada en bancos, hasta una visión más holística que involucra agentes como los inversionistas institucionales, los cuales tienen una gran relevancia en términos de tamaño y volumen transaccional en el mercado financiero global. En este sentido, ha ido emergiendo regulación prudencial internacional y local que apunta al fortalecimiento de la gestión del riesgo de liquidez en los administradores de Fondos de Inversión Colectiva. Ejemplo de esta iniciativa es el reporte final de IOSCO publicado en marzo de 2013 titulado “*Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*” que apunta hacia el fortalecimiento de la gestión de riesgo de liquidez de estas entidades por su relevancia en términos sistémicos.

En la misma línea, las autoridades locales han hecho esfuerzos similares para fortalecer la regulación respecto a la gestión de liquidez con especial énfasis en los Fondos *Money Market* dado que es allí donde se presentan a nivel mundial los mayores volúmenes de recursos y los principales retos en términos de liquidez. Por lo tanto, el presente escrito tiene como objetivo analizar las medidas adoptadas para la reforma de la reglamentación de los *Money Market* en EE.UU y, adicionalmente, analizar las ventajas y desventajas de adoptar políticas similares en el mercado colombiano.

1. Resumen normatividad americana y cambios actuales¹

Los Fondos Money Market (FMM) en el mercado americano han tenido históricamente un beneficio en su metodología de valoración, el cual les ha permitido la valoración a TIR² desde 1983. Dicha excepción consiste en que estos fondos mantienen constante el valor neto del activo (NAV –siglas en inglés), generalmente a un valor de US\$1 por unidad de inversión. El resto de los Fondos mutuos de inversión no cuentan con dicha excepción, por lo que deben valorar todas sus inversiones a precios de mercado.

La lógica sobre esta excepción ha estado fundamentada en los beneficios que tiene para el mercado mantener un precio estable de la unidad y en los impactos positivos que esto tiene para los inversores más pequeños, tales como estabilidad,

* **Marcela Villegas:** Vicepresidente de Riesgos de La Fiduciaria Bogotá S.A, entidad afiliada a la Asociación de Fiduciarias de Colombia.

¹ Basado en: “*Rules Provide Structural and Operational Reform to Address Run Risks in Money Market Funds*” de la Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC – siglas en inglés). Ver <http://www.sec.gov/rules/final/2014/33-9616.pdf>

liquidez y el pago de rendimientos a corto plazo. Estas características han facilitado que los Fondos de Money Market se hayan convertido en los vehículos más populares para el manejo de efectivo, tanto para los inversionistas minoristas, como institucionales, y en el principal formador de precio de las tasas de corto plazo. A febrero de 2014 había 559 FMM registrados y cerca de US\$3.0 trillones de activos bajo administración.

La óptica de la Comisión de Valores en ese momento, era que los riesgos de desviaciones entre el valor de unidad constante y el de mercado eran poco probables si se imponían límites estrictos a este tipo de fondos y por lo tanto, los beneficios en términos de desarrollo del mercado eran sustancialmente mayores que los riesgos potenciales para los inversionistas. En este sentido, se impusieron mecanismos de control para disminuir las exposiciones a los riesgos de crédito, liquidez y mercado mediante límites tales como:

- Mínimo 10% del fondo invertido en títulos que tengan liquidez diaria (es decir efectivo y depósitos) y 30% en títulos con liquidez semanal.
- No adquirir títulos con una maduración mayor a 397 días y mantener un plazo promedio ponderado no mayor a 120 días.
- Máximo 5% del portafolio por emisor y máximo 10% en títulos con colateral, puts o garantías a demanda.
- Solicitaban periódicamente el cálculo del valor de mercado del fondo o “shadow price” y si la desviación excedía los 50 puntos básicos (pbs) la junta directiva de la entidad debía decidir si debía re-precisar el fondo.

Sin embargo, a raíz de las fuertes redenciones generadas por parte del mercado institucional en la crisis de 2010 y el efecto contagio que las mismas ocasionaron sobre el mercado de corto plazo, la SEC ha realizado dos rondas de reformas en la regulación de los Fondos Money Market, la primera en 2010 y la otra en 2014.

Las primeras modificaciones sobre estos fondos que se produjeron a raíz de la crisis (reforma 2010) fueron:

- Disminuir la inversión en títulos subordinados hasta un 3% y un 1% en un sólo emisor. La maduración máxima de estos títulos es de 45 días.

² La tasa interna de retorno (TIR) es una tasa de rendimiento utilizada en el presupuesto de capital para medir y comparar la rentabilidad de las inversiones.

Marzo 4 de 2015

- Límite de 10% mínimo en disponible y 30% a no más de 60 días y en títulos de alta liquidez.

Posteriormente, y sobre la base de la resistencia de los fondos en el verano de 2011 a la crisis europea, la comisión concluyó que las reformas fueron adecuadas, pero que se requerían cambios adicionales. Fue así como la SEC planteó la modificación parcial de la excepción de la valoración a TIR, aun reconociendo el impacto que esto podría tener sobre el producto y su crecimiento futuro. También definió unas penalidades de salida a los inversionistas en periodos de stress.

En particular, la SEC decidió quitar parcialmente la excepción de valoración a los “Fondos Money Market no gubernamentales dirigidos a institucionales” que son los que históricamente han tenido las redenciones más altas en momentos de crisis. De esta forma, la modificación obliga a este segmento de los fondos a liquidar las participaciones con base en el valor de mercado y por lo tanto, a tener una NAV flotante y no fija. **Para el resto de los Fondos Money Market, incluidos los del segmento retail, se mantuvo la excepción.**

Las razones que conllevaron a esta decisión, se justifican en el análisis de la SEC sobre las distorsiones que generaba en los mercados mantener una NAV constante, las cuales se describen a continuación:

- **La necesidad de los inversionistas de evitar pérdidas:** en momentos de estrés por un proceso de “flight to quality”, puede producirse una necesidad de los inversionistas con una muy baja tolerancia a la pérdida de capital a salir de manera anticipada masivamente.
- **Riesgo de Liquidez:** cuando los inversionistas deciden incrementar el volumen de retiros afectan la liquidez primaria del fondo (adiciones, vencimientos y efectivo) y pueden forzar en este proceso a los administradores a tener que vender parte del portafolio a valores inferiores y así, materializar pérdidas que podrían haber sido evitadas de contar con el disponible suficiente. Es por esta razón que los inversionistas con mayor información buscan liquidar más rápido para evitar absorber las pérdidas derivadas de la liquidación de títulos en momentos de poca liquidez del mercado, dejando al resto de los inversionistas con las pérdidas remanentes.
- **Valoración:** la valoración a TIR puede generar diferencias entre el valor de base US\$1.00 por unidad y el “shadow value” (o valor de mercado a la sombra) en momentos de stress. Estas diferencias sólo se materializan con la salida de inversionistas, ya que es ahí cuando esto genera un menor valor de la base y un efecto de dilución de los

inversionistas que quedan. De lo contrario, la tenencia de los papeles a la duración media del fondo con retiros menores tenderá a reflejar el valor de la TIR media del portafolio. Los inversionistas que saben el potencial de estas diferencias querrán sacar provecho y salir primero para evitar que se produzca este efecto en momentos de crisis.

- **Errores en la percepción de riesgo de los inversionistas:** La falta de transparencia en la información puede llevar a un sobredimensionamiento de los riesgos por los inversionistas, por la opacidad en la valoración de los fondos.
- **El tamaño actual de los fondos en el mercado americano (3 trillones USD)** lleva a considerar que los beneficios que en términos de desarrollo del mercado que se tomaron en consideración hace 20 años, ya no representan un interés público (para el caso de los institucionales) tan fuerte como en el pasado.

Dado el análisis anterior, la reforma adelantada por la SEC buscó reducir la ventaja del “first mover” y aminorar el impacto de dilución que se genera en momentos de crisis sobre los inversionistas que se quedan o liquidan cuando el fondo tiene un menor tamaño.

Es importante agregar que esta última reforma también establece penalidades de retiro que oscilan entre un 1% y un 2%, si el valor de la liquidez del fondo cae por debajo del 10% requerido en disponible. También, se permite suspender temporalmente las redenciones por un periodo de hasta 10 días cuando la liquidez ampliada del fondo caiga por debajo del 30% requerido. Estas comisiones se distribuyen entre los adherentes restantes del fondo como un mitigante del efecto de dilución.

2. Consideraciones para el caso Colombiano

En Colombia, a diferencia del caso americano, desde hace más de 10 años la normatividad obliga a todos los Fondos, incluidos los MMF, a valorar a mercado todas sus inversiones. Esto ha traído importantes beneficios en términos de transparencia y revelación de información, pero ha implicado una profundización relativa menor del mercado de fondos, particularmente en segmentos cuyo entendimiento de los riesgos es menos sofisticado y perciben la rentabilidad incierta como una característica negativa del producto.

Adicionalmente, por las características que definen a los MMF del mercado colombiano³, estos tienen, en general, una mayor

abierto sin pacto de permanencia, cuyo portafolio esté constituido exclusivamente con valores denominados en moneda nacional o unidades representativas de moneda nacional, inscritos en el Registro Nacional de

³ Decreto 142 de 2014. Artículo 3.2.1.1.1 Definición de fondos de inversión colectiva del mercado monetario. Se considerarán fondos de inversión colectiva del mercado monetario aquellos fondos de inversión colectiva

Marzo 4 de 2015

duración que los del exterior. Además, históricamente en Colombia las tasas de corto plazo han ofrecido rentabilidades muy altas, por lo que la prima de riesgo para el cliente tiene un menor sentido. Esto también contribuye a la mayor duración del fondo.

La mayor duración, es por lo tanto consecuencia de un *trade off* entre estabilidad y tasa, debido al objetivo de los ahorradores. En el mercado americano se ha sacrificado duración y tasa por mayor estabilidad y esta última, al parecer ha jugado un rol preponderante en el desarrollo del mercado monetario. En el mercado colombiano, con una menor estabilidad, se espera que el producto dé un diferencial importante en tasa respecto a alternativas comparables, lo cual implica necesariamente una mayor duración promedio del vehículo de inversión

En todo caso, al revisar la conveniencia de adoptar en Colombia medidas similares a las de la SEC para los MMF, tales como la imposición de límites de liquidez o límites de concentración por emisor, es importante tener en cuenta factores propios del mercado colombiano.

Por un lado, la limitación del riesgo puede aminorar el atractivo actual del producto y por lo tanto, el desarrollo del mercado de fondos. Lo anterior se debe, especialmente, a que los bancos ofrecen CDTs con una percepción de riesgo de mercado menor para el cliente, dado que estos instrumentos no son valorados a mercado. Es por esto, que los límites tan restrictivos del mercado americano han siempre estado acompañados de la valoración a TIR.

Por otra parte, los límites en términos de riesgo de crédito en los Money Market, los cuales existen en los mercados internacionales con la finalidad de limitar la concentración y las pérdidas en eventos de crisis, pueden generar otro tipo de riesgos en un mercado altamente concentrado. En Colombia existe una alta concentración del mercado bancario. Alrededor del 60% de los activos y los depósitos está en manos de los primeros 5 bancos y los emisores de sector real son poco activos y menos aún en emisiones de corto plazo. Por lo tanto, los límites de concentración llevarían implícitamente a un incremento relativo del riesgo de crédito en los fondos de mayor tamaño, pues éstos se verían obligados a invertir su liquidez en entidades con mayor nivel de riesgo de crédito. Además, este tipo de entidades pueden ser más vulnerables a los retiros masivos en eventos de stress.

No obstante, puede ser benéfica la imposición de penalidades y la suspensión de retiros en épocas de crisis, como lo plantea la reciente reforma de la SEC. Si bien estas medidas introducen

Valores y Emisores-RNVE, calificados por una sociedad legalmente habilitada para el efecto con mínimo de grado de inversión, salvo los títulos de deuda pública emitidos o garantizados por la Nación, por el Banco de la República o por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras-FOGAFIN, los cuales no

incertidumbre en tiempos de estabilidad, en momentos de crisis pueden ser valiosas para mitigar el impacto sistémico sobre la industria y evitar el contagio al sector financiero ampliado. Además, se protegería aún más a los inversionistas retail, los cuales tienden a actuar en manada, con poca información y de manera tardía. También, podría ser adecuado establecer límites en términos de mínimos de liquidez que deben mantener los fondos de forma que resistan mejor el impacto del retiro masivo de recursos y no se llegue a la materialización de pérdidas innecesarias para el inversionista. En todo caso, cualquier medida que se adopte, deberá ponderar los costos que se asumen en términos de desarrollo de mercado, ya que cualquier cambio que implique un menor atractivo del producto tendrá impactos, particularmente en el sector retail, donde la profundización de los Fondos de Inversión Colectiva es particularmente baja.

requerirán calificación. El plazo máximo promedio ponderado para el vencimiento de los valores en que invierta el fondo no podrá superar los trescientos sesenta y cinco (365) días.