

Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre el «Libro Verde sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión»

COM(2005) 314 final

(2006/C 110/04)

El 12 de julio de 2005, de conformidad con el artículo 262 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, la Comisión decidió consultar al Comité Económico y Social Europeo sobre el «Libro Verde sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión».

La Sección Especializada de Mercado Único, Producción y Consumo, encargada de preparar los trabajos en este asunto, aprobó su dictamen el 21 de febrero de 2006 (ponente: Sr. GRASSO).

En su 425º Pleno de los días 15 y 16 de marzo de 2006 (sesión del 15 de marzo de 2006) el Comité Económico y Social Europeo ha aprobado por 138 votos a favor, 1 en contra y 4 abstenciones el presente Dictamen.

1. Introducción

1.1 Ante la perspectiva de la plena integración de los mercados financieros en Europa, el Libro Verde de la Comisión Europea ofrece datos estratégicos de gran importancia. Como es sabido, el desarrollo económico y el crecimiento de los países europeos están estrechamente ligados al desarrollo y la integración de los mercados financieros, integración que representa también la plena realización de la tercera fase de la Unión.

1.2 Más allá del debate académico sobre si el desarrollo financiero precede al desarrollo económico o es su consecuencia, parece importante subrayar que, por lo que respecta al dualismo entre orientación a la banca y orientación a los mercados financieros que caracteriza al denominado modelo anglosajón (y en particular al estadounidense) en comparación con el «modelo europeo», la evolución de la legislación vigente y **las orientaciones de la Unión parecen querer evolucionar hacia una plena integración de las dos orientaciones** en nuestro sistema económico.

1.3 En efecto, los mercados y las instituciones financieras desempeñan en la sociedad la función fundamental de relacionar unidades en «déficit» financiero con unidades con «superávit» de acuerdo con unas reglas de juego basadas en unos criterios de eficiencia en la asignación y racionalidad. No debemos olvidar, entre otras cosas, que una correcta competencia y competitividad entre las empresas se establece antes en el mercado de capitales y de crédito que en el mercado de los bienes.

2. El mercado de los OICVM en la UE y la necesidad de armonización

2.1 La normativa europea del ahorro gestionado en general y los OICVM (*Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios*) en particular gira en torno a un núcleo normativo integrado por la Directiva 85/611/CEE, que durante estos años ha constituido el marco disciplinar en el que ha evolucionado el sector. A pesar de que no se ha completado del todo el proceso de supresión en el interior de la UE de las barreras normativas al establecimiento y la comercialización transfronteriza de los

productos, el mercado de los OICVM se mueve en un marco regulador de referencia armonizado.

2.2 El desarrollo del mercado de los OICVM parece un proceso imparable en continuo crecimiento. El patrimonio neto gestionado ha registrado durante los últimos años una tasa de crecimiento de dos cifras. Según los datos del *European Fund and Asset Management Association, Investment Company Institute and other Mutual Fund Association*, el mercado formado por la UE de los Quince, la República Checa, Hungría, Polonia, Noruega y Suiza registró durante el periodo 1996-2005 una tasa de aumento anual compuesto del 14,5 %, al pasar de unos 1 450 millardos de euros a más de 4 900 millardos de euros de activos netos.

2.3 La publicación ⁽¹⁾ de la evolución anual del número y el capital total de los fondos a nivel mundial pone de relieve que el fenómeno está creciendo tanto en términos de presencia como de volúmenes tratados.

2.4 A juicio del CESE, es muy importante solucionar el problema de la convergencia fiscal para aumentar la tendencia al crecimiento de los OICVM, aunque comprende la dificultad. Las estrategias de internacionalización de este sector pueden verse influenciadas tanto por los obstáculos a la entrada como a la salida. Los obstáculos a la salida son fruto de la imposición de los suscriptores no residentes con arreglo a la legislación interna del fondo y los obstáculos a la entrada se derivan de la legislación del país de residencia del suscriptor.

2.5 En el contexto europeo, la disciplina fiscal que se aplica a los OICVM parece inspirarse en el principio de neutralidad de la inversión en fondos con respecto a la inversión directa. **En casi todos los países europeos se aplica el modelo de transparencia fiscal (no-veil) formal o sustancial de los organismos, que prevé la imposición de los capitales directamente a los inversores.** El modelo de transparencia permite aplicar el principio de neutralidad a la exportación de capitales (*capital export neutrality*) y, en ausencia de imposiciones a cuenta sobre las ganancias financieras percibidas por el fondo, se traduce por la imposición de los inversores con arreglo al principio de residencia.

⁽¹⁾ Fuente: *European Fund and Asset Management Association, Investment Company Institute, and other Mutual Fund Association*.

3. Observaciones relativas al apartado «Evaluación general»

3.1 En la **industria financiera europea** la dimensión media de los OIVCM equivale como promedio a menos de un tercio de la de sus productos equivalentes norteamericanos. Por este motivo, **las economías de escala son menos importantes en la gestión en detrimento de los rendimientos netos de los inversores finales.**

3.2 No obstante, aunque el objetivo prioritario del legislador comunitario es elaborar una reglamentación relativa a la finanza de productos, el CESE considera que **los beneficios reales para los inversores dependen de la reglamentación global del sistema financiero** (por lo tanto, de la reglamentación en materia de productos y servicios).

3.3 Por otra parte, en el Libro Verde se subraya el potencial de incremento del riesgo operativo por la externalización de determinadas funciones que pueden generar conflictos de intereses: a juicio del CESE **se trata de una preocupación fundada y debería ser objeto de una serie de acciones reguladoras adecuadas.**

3.4 A partir del momento en que un proceso se segmenta en varias partes confiadas a distintas organizaciones, el problema no reside tanto en los aspectos técnicos de esta subdivisión, sino en las condiciones de equilibrio en las que se desarrolla el (nuevo) mercado que regula las relaciones entre comprador y vendedor. Se puede tomar como ejemplo el segmento del análisis financiero. En la práctica corriente los análisis financieros son objeto de intercambios no autónomos incorporados en otros servicios, normalmente de naturaleza operativa. De este modo, por ejemplo, el agente de títulos tiende a distribuir análisis sobre títulos concretos a cambio de una continuidad operativa basada en unas comisiones que incluyen también el coste del análisis.

3.5 La circulación de la información (análisis) se efectúa, por lo tanto, de acuerdo con la lógica del mercado típica de un «bien público»: se proporciona la cantidad de información necesaria y el precio es la suma de los precios pagados por los distintos compradores. No obstante, de todos estos compradores realmente sólo pagan unos pocos. El efecto es cuanto menos desequilibrante: la actividad de análisis está infrarremunerada, lo que incentiva el desarrollo de economías de escala en la elaboración de análisis, con el inevitable descenso de la calidad y una tendencia a aprovechar los beneficios de los costes derivados de los conflictos de intereses (véase, a título de ejemplo, la intervención de la FSA británica en materia de «*soft commission*» entre intermediarios (*broker/dealer*) y gestores de patrimonios). El CESE considera que se deberían establecer normas útiles para evitar al máximo confundir los mecanismos de formación de los precios en la industria de la intermediación de los riesgos incorporados en los capitales financieros con los de la formación de los precios en la industria de intermediación/transformación de los riesgos de inversión.

4. Respuestas a las preguntas planteadas

4.1 *Pregunta 1: ¿Aportarán las iniciativas mencionadas seguridad jurídica suficiente a la aplicación de la Directiva?*

- A. Eliminar la incertidumbre en torno al reconocimiento de los fondos constituidos durante la transición de la OICVM I a la OICVM III;
- B. Simplificar el procedimiento de notificación para los fondos transfronterizos;
- C. Fomentar la aplicación de las recomendaciones de la Comisión sobre la utilización de los instrumentos derivados y el folleto simplificado;
- D. Aclarar la definición de los «activos» que pueden ser adquiridos por los OICVM.

4.1.1 Para responder a esta pregunta es necesario **hacer una distinción entre finanza «de producto» y finanza «de servicio»**. La primera tiene por objeto definir los instrumentos operativos que permiten el encuentro entre los proveedores y los receptores de capitales financieros; la segunda tiene por objeto buscar los instrumentos que se adaptan mejor a las exigencias del prestatario o el proveedor de los fondos y, a falta del producto adecuado, indicar las características que faltan.

4.1.2 La transformación de los sistemas financieros «centrados en los bancos» en sistemas «centrados en los mercados» modifica la funcionalidad de la intermediación financiera, que debe intermediar cada vez más los riesgos en lugar del capital financiero que los incorpora. La intermediación de los riesgos es ventajosa a condición de que el intermediario sepa tratarlos con unos costes inferiores que el inversor. Por tanto, debemos preguntarnos si una medida legislativa destinada a reducir los riesgos sería más eficaz que una destinada a garantizar unos niveles de eficiencia adecuados del proceso de intermediación de los riesgos.

4.1.3 Se debe tener en cuenta que incluso en un contexto de mercados financieros eficientes, el riesgo global gravante de una inversión debería subdividirse idealmente en dos partes: «**riesgo de pay-off**» y «**riesgo informativo**». El primero mide la volatilidad real del rendimiento de una inversión. El segundo, por el contrario, mide la dificultad (debida esencialmente a carencias informativas de los agentes económicos) de medir correctamente el riesgo de *pay-off*. Debemos ser conscientes de que la prima de riesgo incorporada en las opciones de los agentes económicos se deriva de los dos tipos de riesgo y que los vínculos entre ambos no se caracterizan por una simple adición, sino por unas correlaciones de distinta intensidad.

4.1.4 Dicho lo cual, el CESE responde a la pregunta afirmativamente, sin perjuicio de la advertencia de que las observaciones formuladas sirven para el sector de la «finanza de productos». **Con respecto a la «finanza de servicio» convendría introducir una mayor libertad de prestación de los servicios de inversión, por ejemplo eliminando los vínculos existentes para las actividades de promoción financiera**, que no respetan plenamente el denominado principio del control del país de origen (*home country control*).

4.1.5 La preocupación en la que se basa esta praxis está clara: **evitar comportamientos fraudulentos** por parte de sujetos que pretendan organizar una red de promotores aprovechándose de regímenes más favorables en otros países de la UE. No obstante, a juicio del CESE, este razonamiento lógico adolece de un vicio de origen. Si el fraude es posible significa que los regímenes no son realmente equiparables.

4.1.6 Por tanto, el CESE considera que se debe aumentar la «libre circulación» de las actividades vinculadas a la finanza de servicios para hacer más homogénea la aplicación nacional de las directivas comunitarias en materia de inversiones y valores mobiliarios (incluida la OIVCM III).

4.2 *Pregunta 2: ¿Existen otros aspectos en relación con la aplicación cotidiana de la Directiva que deban abordarse con carácter prioritario?*

4.2.1 La convergencia del marco regulador debe ir acompañada de medidas de coordinación de las normas fiscales aplicables a este sector. Actualmente, como en todos los demás ámbitos financieros, coexisten en el mercado europeo distintos sistemas nacionales a los que se añaden, en algunos casos, las normas derivadas de los acuerdos bilaterales para luchar contra la doble imposición.

4.2.2 La imbricación de las distintas normativas fiscales provoca distorsiones de la competencia, **duplicaciones de las imposiciones y oportunidades de arbitraje**, fraude y evasión fiscal. Debido al aumento del nivel de internacionalización del mercado, las prácticas reguladoras nacionales requieren una mayor eficacia en este ámbito.

4.2.3 Para los Estados nacionales, la variable fiscal es un formidable instrumento promocional y de protección. Las distintas interpretaciones fiscales que pueden darse a los instrumentos OIVCM provenientes de otros países de la UE permiten la aplicación de regímenes fiscales menos convenientes, lo que provoca, en la práctica, una especie de barrera a la entrada. El Comité es consciente del hecho de que la armonización fiscal no puede considerarse un objetivo fácilmente alcanzable a corto plazo, también debido a la unanimidad necesaria para intervenir en esta materia. Por tanto, proponemos que se considere **la definición de un régimen fiscal comunitario relativo a los productos de inversión en términos de imposiciones y exacciones**.

4.3 *Pregunta 3: Un verdadero pasaporte para las sociedades de gestión ¿portaría ventajas suplementarias importantes desde el punto de vista económico en comparación con los acuerdos de delegación? Sírvase indicar las fuentes y la magnitud probable del beneficio previsto.*

4.3.1 El pasaporte y el «folleto simplificado» parecen medidas adecuadas para superar los problemas vinculados a la fragmentación del mercado y los obstáculos a una perfecta movilidad de los capitales y la realización de los mercados, e **idóneas para instaurar una seguridad jurídica suficiente**. Al

mismo tiempo, el CESE considera indispensable seguir en la vía de la disipación de las incertidumbres en torno al reconocimiento de los fondos creados durante la transición de la OICVM I a la OICVM III.

4.4 *Pregunta 4: El hecho de repartir entre dos Estados miembros la responsabilidad de la supervisión de la sociedad de gestión y la del fondo ¿entrañaría riesgos operativos adicionales o problemas de supervisión? Sírvase describir las causas del problema y las medidas que habría que adoptar para gestionar eficazmente estos riesgos.*

4.4.1 El CESE es consciente de que en la UE coexisten dos regímenes financieros: el inglés y el continental, que difícilmente podrán convergir a corto plazo. No obstante, también en este caso, **el CESE recomienda que las nuevas normas prevean la aplicación de una única fuente normativa capaz de agilizar el proceso de convergencia**, pues se considera que la interposición de barreras legislativas para el uso mixto de las instituciones de uno u otro marco normativo serviría únicamente para perpetuar la actual situación de desequilibrio.

4.4.2 El CESE está convencido de que el hecho de repartir entre dos Estados miembros la responsabilidad de la supervisión de la sociedad de gestión y la del fondo aumenta las dificultades de supervisión, con el riesgo de disminuir la eficacia de su intervención. Por tanto, es preciso reconocer que **la responsabilidad para con el inversor debería seguir recayendo en el fondo del país de pertenencia del inversor, incluso en caso de que la sociedad de gestión sea una sociedad extranjera**.

4.5 *Pregunta 5: Una mayor transparencia, comparabilidad y atención a las necesidades de los inversores en la distribución de fondos ¿mejorará sustancialmente el funcionamiento de los mercados europeos de fondos de inversión y el nivel de protección de los inversores? ¿Debería ser esto una prioridad?*

4.5.1 Para mejorar el funcionamiento de los mercados de los fondos y la protección de los inversores no es suficiente reglamentar únicamente la fase productiva de los instrumentos financieros. El CESE sugiere que se preste una adecuada atención a la fase distributiva reforzando la transparencia para que los inversores puedan elegir con conocimiento de causa.

4.5.2 La información proporcionada a los inversores no puede prescindir completamente del contexto ambiental y cultural en el que han crecido y vivido los inversores. **La ampliación de la Unión Europea a países que quince años atrás no participaban en la economía de mercado plantea la cuestión de la conveniencia de mantener un único modelo informativo**. A este respecto, el Comité considera que se debería entablar una reflexión teniendo presente, por un lado, la necesidad de dotarse de un marco normativo lo más simple y uniforme posible y, por otro, la cultura diferente en el ámbito económico y financiero todavía existente entre algunos Estados miembros.

4.6 *Pregunta 6: ¿Contribuiría de forma importante a este objetivo la clarificación de las normas de conducta aplicables a las sociedades que venden fondos a inversores particulares? ¿Deberían considerarse otros tipos de medidas (reforzar los requisitos de información)?*

4.6.1 El CESE considera que sería muy aconsejable una clarificación de las normas de conducta aplicables a los distribuidores. No obstante, no se debe infravalorar el hecho de que la aplicación cotidiana de la Directiva por lo que respecta a la gestión de los riesgos y la transparencia de las comisiones plantea dificultades objetivas que no siempre se pueden superar con facilidad.

4.6.2 Consideremos, por ejemplo, el problema técnico de la información relativa al *benchmark*. Adquiere un valor completamente diferente en función de que el mandato de gestión pretenda «superar el *benchmark*» o «reproducir el *benchmark*»; los distintos procesos de delegación, si se utilizan los mismos instrumentos técnicos, exigen asumir diferentes niveles de riesgo, dado que para «superar el *benchmark*» es necesario permitir que el gestor varíe las asignaciones, asumiendo así niveles superiores de riesgo.

4.6.3 En este contexto, se sugiere introducir unas normativas destinadas a aumentar la transparencia de las modalidades (no las cantidades) de rotación de las inversiones incorporadas en carteras: en efecto, a igualdad de rendimientos brutos, las rotaciones de carteras más importantes acarrear unos costes de transacción más elevados, lo que reduce los rendimientos netos para el cliente. En este caso, se trata de un tema especialmente apremiante cuando una parte de los costes de transacción son después reconocidos/reembolsados al propio gestor.

4.7 *Pregunta 7: ¿Existen aspectos específicos de los fondos que no se estén abordando en los trabajos en curso sobre la aplicación detallada de las normas de conducta de la Directiva MIF?*

4.7.1 La Directiva MIF puede aportar una base normativa importante, sobre todo por lo que respecta a la consecución de un nivel elevado de transparencia en la fase distributiva de los OICVM.

4.7.2 **No obstante, la Directiva MIF no estipula normas de transparencia para la negociación de las obligaciones**, cuyo nivel de opacidad puede ser considerable. A juicio del CESE, por este motivo la Directiva MIF no se puede considerar el instrumento que completa y colma las posibles lagunas del marco normativo de los OICVM.

4.8 *Pregunta 8: Las fusiones transfronterizas de fondos ¿responden a una lógica comercial o económica (beneficios netos)? ¿Podrían conseguirse en gran medida esos beneficios mediante una racionalización dentro de las fronteras nacionales?*

4.8.1 La dimensión media de los fondos europeos es todavía relativamente reducida: en 2004 era de 195 millones de dólares, frente a la media de los Estados Unidos de 628 millones de dólares ese mismo año. Este aspecto influye en la posibilidad de disponer de economías de escala, por tanto, en

los rendimientos y, sobre todo, en la rentabilidad de la sociedad que gestiona el fondo.

4.8.2 Es sabido que uno de los efectos financieros del proceso de mundialización de la economía consiste en la reducción del nivel absoluto de los riesgos, acompañada de una reconstitución entre riesgos de naturaleza sistemática (crecientes) y riesgos de naturaleza específica (decrecientes). Aun reconociendo que los **procesos de fusión transfronteriza pueden aumentar las economías de escala**, se debe **limitar su aplicación a aquellos productos para los que sean realmente una garantía de éxito**, o bien a todos los sectores del ahorro gestionado en los que la eficiencia es más importante que la eficacia. Por el contrario, en los segmentos en los que falta eficacia los procesos de aglomeración podrían tener efectos nada beneficiosos.

4.9 *Pregunta 9: ¿Podrían lograrse los beneficios deseados mediante «pooling»?*

4.9.1 La puesta en común de los activos de distintos fondos (*pooling*) con características sustancialmente similares permite realizar evidentes economías de escala y es un instrumento que ya ha sido utilizado por las sociedades de gestión para mejorar la eficiencia de la gestión de las inversiones. Por el contrario, el *pooling* transfronterizo debe afrontar los problemas fiscales y normativos relativos a los fondos de inversión ya ampliamente debatidos con anterioridad. Por tanto, a juicio del CESE, ésta no puede ser una vía alternativa para sortear los problemas y las dificultades normativas e institucionales que encuentra la consolidación de la industria de los fondos de inversión.

4.10 *Pregunta 10: Un mayor nivel de competencia entre los gestores y distribuidores de fondos, ¿garantizaría que los inversores se beneficien de una mayor eficiencia (mayores rendimientos o menores costes)?*

4.10.1 La respuesta a esta pregunta es negativa, como pone de manifiesto también la experiencia norteamericana. En el mercado norteamericano los fondos de inversión existen desde hace sesenta años. A pesar del espectacular aumento del número de fondos ofrecidos y su dimensión, los costes a cargo de los fondos y los inversores prácticamente se han duplicado (?). Ello se ha traducido en unos resultados netos con respecto al *benchmark* menos satisfactorios: mientras que durante el periodo 1945-1965 el *benchmark* sobrepasaba los fondos en un 1,7 % medio anual, durante el periodo 1983-2003 esta diferencia aumentó hasta un 2,7 % anual.

4.11 *Pregunta 11: ¿Cuáles son las ventajas y los inconvenientes (riesgos prudenciales o comerciales) de la posibilidad de elegir depositario en otro Estado miembro? ¿En qué medida la delegación u otros mecanismos evitan la necesidad de adoptar medidas legislativas en este ámbito?*

4.11.1 La posibilidad de escoger un depositario en un Estado miembro distinto del de la sociedad de gestión del fondo podría **aumentar la competencia entre depositarios**, lo que reduciría los gastos con cargo al fondo.

(?) Bogle J.C. (2005), «The Mutual Fund Industry 60 Year Later: For Better or Worse?», *Financial Analysts Journal*, enero/febrero.

4.11.2 Al mismo tiempo podría provocar unos riesgos de vigilancia mayores si la cooperación y la convergencia entre las autoridades de reglamentación del sector no están suficientemente desarrolladas.

4.11.3 Aunque son considerables, las comisiones abonadas al depositario son inferiores a otros costes como, por ejemplo, los que recompensan la estructura distributiva. Por tanto, el CESE sugiere sopesar las ventajas y los riesgos de una iniciativa normativa similar.

4.12 *Pregunta 12: ¿Considera que la normalización en curso impulsada por el sector dará sus frutos en un plazo razonable? ¿Es necesario algún tipo de intervención del sector público?*

4.12.1 La normalización, la automatización y la informatización de la colocación de las órdenes y la liquidación de los fondos son una condición fundamental para que los distribuidores puedan ampliar su oferta de productos y aumentar la competencia.

4.12.2 No obstante, ello exigiría unos cambios considerables de los protocolos y las normas que rigen los procedimientos operativos e informáticos, lo que impondría unos costes considerables a los operadores. No debemos olvidar que en Europa continental las sociedades de gestión de los fondos y los distribuidores suelen formar parte del mismo grupo. En un contexto similar es probable que los operadores se vean menos incentivados a sufragar los costes necesarios para aumentar la competencia a nivel distributivo. Por tanto, se puede considerar que una intervención del sector público podría incentivar y acelerar este proceso.

4.13 *Pregunta 13: Mantener el énfasis en límites formales de inversión ¿constituye un enfoque sostenible para conseguir un nivel elevado de protección de los inversores?*

4.13.1 La eficacia de esquemas comportamentales rígidos en relación con el riesgo siempre ha sido objeto de un amplio debate en economía, en particular en vista de los beneficios variables derivados de la experiencia posterior a los acuerdos de cambio de Bretton-Woods. Ello deriva de la naturaleza distinta que presenta el riesgo económico con respecto al tiempo: a corto plazo es arriesgado todo lo que fluctúa con respecto a un vínculo; por el contrario, a largo plazo es arriesgado todo lo rígido con respecto a las evoluciones del sistema. Por consiguiente, la introducción de una cierta rigidez impuesta por unos límites formales tendría unos efectos benéficos a corto plazo, pero unos riesgos sustanciales a largo plazo.

4.13.2 A esto se añade un aspecto derivado de los últimos estudios sobre el sector de las «finanzas comportamentales»: el comportamiento y las decisiones de los diferentes agentes tienden a estar sustancialmente influenciados por el grado de peligrosidad que les rodea. A medida que aumenta la peligrosidad se observan comportamientos principalmente reactivos y viceversa. Por consiguiente, el CESE considera negativa una normativa que introduzca una rigidez excesiva que podría producir un efecto doble a largo plazo: una viscosidad operativa de los instrumentos y una reactividad reducida de los

agentes económicos, lo que tendría unos efectos todavía por determinar, pero sin duda negativos. Por el contrario, ser consciente de la «pérdida real» del propio capital podría ser el estímulo más eficaz para su protección.

4.13.3 Este fenómeno provoca una distorsión adicional en los mercados en la medida en que se piensa que si el riesgo produce resultados positivos, éstos benefician al inversor, mientras que si producen resultados negativos, se transfieren al mercado.

4.14 *Pregunta 14: ¿Considera que las medidas de salvaguardia —a nivel de la sociedad de gestión y del depositario— son suficientemente sólidas para hacer frente a nuevos riesgos en la gestión y la administración de OICVM? ¿Qué otras medidas consideraría adecuadas para mantener un nivel elevado de protección de los inversores?*

4.14.1 El CESE sugiere intervenir a corto plazo, posiblemente mediante reglamentaciones formales y rígidas, pero destinadas únicamente a la ruptura de los pactos colusorios; llegado el caso el mercado sería más maduro y, como tal, no necesitaría vínculos rígidos. La notificación es un ámbito que reviste un interés especial: demasiado a menudo las obligaciones en términos de información se imponen para horizontes temporales totalmente incoherentes (demasiado breves) con los de los productos financieros, de modo que en las notificaciones resulta difícil demostrar el beneficio en términos de diversificación temporal que comportan algunas inversiones.

4.14.2. Para reforzar el nivel de protección de los inversores, el CESE sugiere que se considere la creación de un **fondo especial de garantía** alimentado también con los ingresos derivados de la actividad sancionadora de las autoridades de vigilancia. Obviamente, este fondo no debería cubrir los riesgos de mercado intrínsecos a las inversiones de los OICVM, sino que debería contribuir a resarcir los daños sufridos por los inversores a raíz de comportamientos de los intermediarios no conformes a la normativa.

4.15 *Pregunta 15: ¿Conoce casos de distorsión de decisiones de inversión que requieran una especial atención por parte de los responsables políticos europeos o nacionales?*

4.15.1 Los fondos de inversión compiten con productos financieros como las **pólizas ligadas a fondos de inversión (unit-linked)**, consideradas por los inversores al mismo nivel a pesar de que su marco normativo es bastante distinto.

4.15.2 Esta situación puede provocar distorsiones en las elecciones de los inversores y consecuencias negativas en los costes y los riesgos de las inversiones efectuadas. El Comité considera que no se puede afrontar este problema con una competencia a la baja o flexibilizando las restricciones y las garantías impuestas a los fondos de inversión. Por el contrario, sería aconsejable un ajuste al alza de las normas que permitiría someter los productos financieros, percibidos como una alternativa directa a los fondos de inversión, a unos requisitos normativos equiparables a los que se aplican a los fondos de inversión.

4.16 *Pregunta 16: ¿En qué medida la fragmentación de la normativa dificulta el acceso al mercado y puede hacer deseable la adopción de un enfoque común de la UE con respecto a: a) los fondos de capital riesgo/inversión, b) los fondos de cobertura y los fondos de fondos de cobertura?*

4.16.1 La respuesta a esta pregunta exige una precisión que ayuda a aclarar también el problema planteado en la pregunta anterior. **El legislador deberá definir con claridad el concepto de valor mobiliario.** Debe aclararse de forma inequívoca **si este concepto se solapa con el de liquidez del instrumento o no.** Actualmente, ambos conceptos se utilizan en la práctica de forma indistinta, procurando así dejar «fuera» del concepto de valor mobiliario tanto las inversiones alternativas como los productos sustitutivos de los OIVCM. A juicio del Comité, se trata de un malentendido potencialmente grave, pues podría llevar a confundir dos principios bien diferenciados de la teoría de los mercados financieros: el de la eficiencia con el de la integralidad.

4.16.2 Un mercado financiero es eficiente si los costes de transacción de las inversiones que integra son tolerables. Un mercado financiero está completo si en él se incluyen todas las inversiones posibles.

4.16.3 Los fondos de capital riesgo/inversión y los fondos de cobertura deben valorarse desde el punto de vista de la eficacia (capacidad de seleccionar las mejores inversiones) antes que desde el punto de vista de la eficiencia (capacidad para obtener economías de escala en los costes). Por este motivo, es menos relevante la cuestión de la dimensión de los fondos. Por el contrario, los problemas vinculados a la eficacia (capacidad para moverse rápidamente en el mercado sin condicionar su evolución) y la limitación del riesgo sistémico (véase el rescate del fondo LTCM en 1998) sugieren que es preferible no incentivar objetivos de excesivo crecimiento dimensional.

4.17 *Pregunta 17: ¿Existen riesgos concretos (desde el punto de vista de la protección de los inversores o de la estabilidad del mercado) asociados a las actividades de los fondos de capital riesgo/inversión o de cobertura que exigirían una atención particular?*

4.17.1 Estas inversiones se caracterizan por un importante **riesgo informativo** además del riesgo de *pay-off*. Es justo regular este riesgo, sobre todo para contener el riesgo de fraude, pero sería un error intentar reducirlo excesivamente. En efecto, si la transparencia de estos fondos se desarrollara completamente, se correría el riesgo de invalidar las competencias del gestor, cuando en ellas se basa la producción de rendimiento escasamente vinculados al mercado.

4.17.2 El Comité considera que lo adecuado no es intentar, utópicamente, hacer transparente un proceso complejo, sino más bien sensibilizar al inversor «medio» de que la inversión alternativa exige capacidades cognitivas muy elevadas o, en su ausencia, la intervención de un especialista.

4.18 *Pregunta 18: ¿En qué medida un régimen común aplicable a la colocación privada de valores podría contribuir a superar los obstáculos a la oferta transfronteriza de inversiones alternativas a inversores cualificados? Esta clarificación de los procesos de venta y de comercialización, ¿puede llevarse a cabo sin necesidad de medidas de acompañamiento a nivel del gestor del fondo, etc.?*

4.18.1 La definición de una normativa común sobre la colocación dirigida a inversores cualificados podría suponer un importante impulso para el desarrollo de fondos de capital riesgo/inversión en la Unión Europea.

4.18.2 Los inversores cualificados deben disponer, por definición, de las competencias técnicas y la capacidad patrimonial necesarias para realizar inversiones con altos niveles de riesgo, como las de los fondos de capital riesgo/inversión. Por ello cabe suponer que sabrán evaluar la capacidad y la credibilidad de los gestores. Teniendo en cuenta, además, que los fondos de capital riesgo/inversión garantizan de suyo una cierta diversificación de los riesgos, no deberían ser necesarias otras medidas de acompañamiento que reglamenten onerosamente la actividad de la sociedad de gestión.

4.19 *Pregunta 19: La normativa vigente OICVM, de carácter prescriptivo y basada en el producto, ¿representa a largo plazo una base viable para un mercado europeo de fondos de inversión debidamente supervisado e integrado? ¿En qué condiciones, o en qué momento, debería plantearse el cambio hacia una normativa basada en principios y en los riesgos?*

4.19.1 Existen varios ejemplos que ponen de manifiesto las carencias del actual sistema: basta pensar en el caso de los ETF (*Exchange Traded Funds*) que combinan los aspectos positivos de un fondo (notable diversificación) con los de una acción (posibilidad de compraventa continua en el mercado). La Directiva facilita la difusión de este instrumento, en la medida en que puede beneficiarse del pasaporte OICVM, pero, por el contrario, limita su posesión por parte de otro OICVM, al considerarlo un título accionario.

4.19.2 En vista también de las consideraciones efectuadas en materia de inversiones alternativas y la importancia de no limitar la atención a la finanza de producto sino también a la finanza de servicio, el Comité considera que sería aconsejable una evolución hacia una reglamentación basada en los principios. Al mismo tiempo, considera que la actualización del marco normativo debe realizarse con un enfoque gradual, buscando un equilibrio razonable entre periodos de consulta y rapidez del proceso de revisión.

5. Los retos futuros

5.1 Como se ha puesto de manifiesto, **el sistema europeo de los OICVM parece todavía un mercado fragmentado**, constituido por empresas de pequeña dimensión en comparación con las norteamericanas, en el que la colaboración y los flujos transfronterizos parecen todavía objeto de cierta viscosidad, lo que no permite conseguir elevadas economías de escala y, por tanto, una reducción significativa de los costes.

5.2 Por lo demás, el exceso de preocupación manifestada también en el Libro Verde ⁽³⁾ con respecto a la definición de los activos que pueden ser adquiridos por los OICVM, que obliga a los fondos a invertir principalmente en instrumentos financieros líquidos, impediría la intervención en mercados no reglamentados.

5.3 **Por tanto, sería aconsejable considerar la posibilidad de entrar en operaciones de fondos de capital riesgo/inversión.** Este enfoque sería coherente con el objetivo de abrir el capital de las PYME a la participación del capital riesgo y, por tanto, de los *fondos de capital riesgo/inversión*.

5.4 El sistema económico europeo está fuertemente marcado por la **presencia de la pequeña y mediana empresa, que a menudo está subcapitalizada** por recurrir predominantemente a los bancos.

5.5 Esta subcapitalización **suele ir acompañada de un endeudamiento excesivo, sobre todo en forma de deudas a corto plazo**, y una elevada presencia de deudas y créditos de naturaleza comercial vinculados a la extrema interdependencia entre empresas de una misma filial de producción. Estas características son también consecuencia de una concepción de la propiedad típica del capitalismo familiar, en el que a menudo están estrechamente relacionados el patrimonio del empresario y el capital de la empresa.

5.6 Estas problemáticas a nivel empresarial y la necesidad de alcanzar objetivos más generales de «sistema» productivo a escala europea hacen estratégicas las soluciones a los problemas financieros de las PYME. Tales objetivos se articulan en torno a tres directrices que se pueden sintetizar como sigue:

- impulsar una cultura empresarial encaminada a abrir el capital de las PYME a la aportación de capital riesgo por parte de terceros y organismos financieros;
- impulsar la innovación como instrumento de competitividad en mercados globalizados;
- acompañar la continuidad (y la sucesión) empresarial, entendida como un proceso que no debe provocar «discontinuidades» que puedan poner en peligro la existencia de la empresa.

5.7 En este contexto, se recomienda que el legislador europeo preste atención al importante sector de los fondos de capital riesgo/inversión, en la medida en que el capital riesgo es un sector todavía poco desarrollado en Europa.

5.8 Por otra parte, el Comité considera que la reflexión en curso sobre el marco normativo de los fondos de inversión debe ser también la ocasión para **examinar con atención el desarrollo de las finanzas socialmente responsables que no sacrifican el desarrollo social y la protección ambiental en favor del beneficio.** En 2003 los *«fondos éticos»* representaban aproximadamente el 0,37 % del patrimonio total gestionado

por los OICVM europeos ⁽⁴⁾. Si se compara con el mercado norteamericano, donde en esa misma fecha el 11,3 % del patrimonio global gestionado por los OICVM pertenecía a fondos éticos, se demuestra que en Europa los márgenes de crecimiento de las finanzas socialmente responsables son todavía muy elevados.

5.9 Para favorecer un desarrollo más rápido de las finanzas socialmente responsables, los Estados miembros podrían prever mecanismos de incentivación fiscal basados en una desgravación parcial de los beneficios percibidos por estas inversiones de conformidad con las disposiciones ya previstas por algunos Estados miembros, que permiten deducir fiscalmente las contribuciones voluntarias a las organizaciones que tienen una utilidad social. Por otra parte, deberían acordarse facilidades fiscales también a los beneficios de los fondos eventualmente reinvertidos en organizaciones de utilidad social.

5.10 En vista del carácter innovador de esta propuesta, el Comité recomienda que se examine con mayor detenimiento la cuestión y se realice un estudio de viabilidad, teniendo en cuenta, asimismo, las mejores prácticas actualmente en curso.

5.11 Por tanto, los retos a medio y largo plazo consisten esencialmente en:

- considerar los nuevos productos que la innovación financiera «crea» necesariamente y, en particular, las inversiones alternativas cada vez más indispensables para «financiar la innovación» para las PYME;
- superar, también a través de fusiones, el problema de la dimensión demasiado reducida de los fondos europeos, que comportan unos costes de gestión no competitivos, y al mismo tiempo hacer «emerger» el mercado de la información y el análisis;
- realizar un mercado «completo» en el que se regulen la «finanza de productos» y la «finanza de servicios».

5.12 Las informaciones correctas sobre los riesgos y los productos subyacentes, la credibilidad de los gestores con respecto a la cantidad y la modalidad de las transacciones son elementos que, más allá de normas necesarias, pueden dar al mercado confianza, corrección y normas de comportamiento, elementos fundamentales para que sea eficiente y eficaz en materia de asignación de los recursos.

5.13 Por tanto, armonizar la normativa fiscal, incentivar las fusiones, permitir la gestión conjunta de fondos (denominada «pooling»), favorecer la competencia en la gestión y la distribución de los productos y los servicios, superar el vínculo de pertenencia al mismo Estado miembro de la sociedad de gestión y del depositario, y evitar unos «costes de transacción» elevados vinculados a los procedimientos fragmentados de suscripción y reembolso son medidas que mejorarán el nivel de eficiencia y eficacia del mercado.

Bruselas, 15 de marzo de 2006.

La Presidenta
del Comité Económico y Social Europeo
Anne-Marie SIGMUND

⁽³⁾ COM(2005) 314 final., punto 4, p. 5.

⁽⁴⁾ Sustainable Investment Research International (SiRi) Group.