



Bruselas, 26.6.2013  
SWD(2013) 231 final

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

**RESUMEN DE LA EVALUACIÓN DE IMPACTO**

*que acompaña al documento*

**Propuesta de  
REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO  
sobre**

**los fondos de inversión a largo plazo europeos**

{ COM(2013) 462 final }

{ SWD(2013) 230 final }

## **1. INTRODUCCIÓN**

Una consecuencia de la crisis ha sido poner de manifiesto el problema de la focalización en los rendimientos económicos a corto plazo por parte de los inversores, a costa del propósito subyacente de los mercados de capitales, que es financiar el crecimiento de la economía real.

Es necesario animar a los inversores a asumir compromisos a más largo plazo en relación con activos tales como proyectos de infraestructura, proporcionando «capital paciente» en lugar de perseguir beneficios a corto plazo. Aunque este tipo de inversión a más largo plazo puede no ser reembolsable hasta después de varios años, puede aportar rendimientos estables y previsibles. También beneficia a la economía real, al ofrecer financiación a las empresas y crear empleo.

Los inversores con pasivos a más largo plazo, por ejemplo los fondos de pensiones y las empresas de seguros, pueden encontrar atractivas las inversiones a más largo plazo. Pero no se dispone de mecanismos colectivos (por ejemplo, fondos) que las faciliten teniendo en cuenta el tamaño, la escala y la duración del compromiso que requieren tales inversiones. Esta situación también actúa como barrera para los pequeños inversores, como las PYME y los particulares con grandes patrimonios, así como para los inversores minoristas.

La presente evaluación de impacto examina si la creación de un marco transfronterizo de productos de inversión a largo plazo, denominados fondos de inversión a largo plazo (LTIF, *Long-Term Investment Funds*), podría estimular la demanda de tales activos por los inversores institucionales y/o minoristas. Este trabajo complementa el Libro Verde de la Comisión sobre financiación a largo plazo de la economía europea.

## **2. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA**

### **Origen de los problemas**

Las inversiones a largo plazo en proyectos de infraestructura, financiación de las PYME y similares pueden realizarse a través de diversos instrumentos financieros, por ejemplo, participaciones en los fondos propios y préstamos. Estos instrumentos suelen compartir características como su carácter intransferible y su iliquidez, con un mercado secundario reducido o inexistente. La inversión en tales activos puede requerir compromisos iniciales de capital muy importantes, capaces de disuadir incluso a los grandes inversores institucionales de actuar solos, habida cuenta de los importes necesarios. A diferencia del mercado de activos líquidos y transferibles, como los valores, no existe un marco normalizado para este tipo de inversiones. Algunos Estados miembros ofrecen mecanismos nacionales en forma de vehículos de inversión reconocidos, pero otros no. Esta divergencia impide el desarrollo de un mercado único para los inversores que desean obtener exposición a activos a largo plazo, que a menudo ofrecen rendimientos previsibles pero que son ilíquidos por naturaleza.

Invertir en activos a largo plazo, ya sea a través de instrumentos financieros o de valores inmobiliarios, conlleva riesgos sustanciales cuando las inversiones no se gestionan debidamente. En primer lugar, los inversores pueden verse inducidos a error en cuanto a

la naturaleza y los riesgos de los activos en que invierten debido a la falta de un enfoque armonizado para estos activos. Existe incertidumbre sobre la identidad de los activos a largo plazo, sus perfiles de riesgo y de rendimiento y los períodos de tenencia recomendados. En segundo lugar, están los riesgos asociados a la naturaleza de los activos, es decir, a su iliquidez. El tercer tipo de riesgo se deriva del hecho de que los fondos que ofrecen acceso a estos activos pueden carecer de las competencias pertinentes para seleccionar y controlar los activos y para adaptar el perfil de rendimiento del fondo a las necesidades de los clientes potenciales. Por todo ello, el rendimiento de los fondos de inversión a largo plazo no siempre ha sido el previsto y en ocasiones el resultado prometido ha llamado a engaño a los inversores.

## **Los problemas**

En consecuencia, no existe una norma común y comparable transfronteriza sobre qué son activos o inversiones a largo plazo, para quién pueden resultar adecuados y cómo funcionan, a diferencia de lo que sucede con el mercado transfronterizo de activos líquidos, que se beneficia de la armonización de las normas sobre productos de la Directiva relativa a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). El mercado de fondos OICVM de la UE gestiona 6,35 billones EUR de activos.

Estos factores han provocado la fragmentación del mercado de vehículos de inversión a largo plazo en la UE y han disuadido a los inversores de aprovechar este mercado, ya que, a diferencia de lo que ocurre con los OICVM, no existe una estructura de productos común, reconocible y regulada en la que confiar. La Directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos (Directiva GFIA) creará en breve un pasaporte de la UE para los gestores que deseen ofrecer fondos no OICVM a través de las fronteras. Pero la Directiva GFIA se aplica a los gestores, no a los fondos que ofrecen, por lo que no incluye normas o definiciones sobre productos, aplicables a los distintos tipos de activos. Por consiguiente, es improbable que vaya a resolver los problemas señalados. Los pequeños inversores se enfrentan a obstáculos aún mayores, puesto que la Directiva GFIA no contempla un pasaporte para los gestores de fondos transfronterizos de inversión minorista, con lo que se mantendrán los diferentes enfoques nacionales.

Esta situación ha dado pie a una serie de consecuencias no deseadas. Los costes para los gestores son más elevados de lo que podrían ser, ya que la inversión transfronteriza les obliga a afrontar una serie de cuestiones jurídicas y relacionadas con el producto en los diferentes Estados miembros. El tamaño de los fondos es menor de lo que podría ser, por lo que el impacto de los costes en el posible rendimiento de la inversión es proporcionalmente más elevado. Los inversores minoristas no pueden acceder a fondos que conocen y que les inspiran confianza en otros Estados miembros. Los costes siguen siendo elevados y las posibilidades de elección, limitadas. Como consecuencia de ello, los inversores minoristas y otros pequeños inversores no pueden disfrutar de las ventajas de la diversificación que podría reportar el acceso a inversiones a largo plazo.

La economía real también se ve afectada: como las vías alternativas de financiación del crecimiento a largo plazo son limitadas, las empresas siguen recurriendo principalmente a la financiación bancaria, que prima ahora los compromisos a corto plazo. Ello limita el volumen de capital, procedente de inversores institucionales y minoristas, a que pueden acceder las empresas, lo que supone un freno para su capacidad de invertir a largo plazo y de crear crecimiento y empleo en la economía.

### 3. ANÁLISIS DE LA SUBSIDIARIEDAD

Los gestores de fondos, los destinatarios de las inversiones y los inversores están establecidos en toda la Unión. Puesto que el sector de la gestión de activos es esencialmente de carácter transfronterizo, la actual fragmentación del mercado de los fondos a largo plazo ha restado eficiencia a las actividades de este sector. Los enfoques nacionales aplicados en materia de regulación están limitados, por definición, al Estado miembro correspondiente. Regular a nivel nacional el perfil de producto de un fondo de inversión a largo plazo ha propiciado la proliferación de regímenes diferentes que han evolucionado de manera independiente. La adopción de medidas nacionales ha impedido la aparición de un mercado a escala de la Unión para aquellos que ofrecen fondos de inversión a largo plazo a los inversores.

La creación de un mecanismo transfronterizo estable que favorezca la oferta de este tipo de fondos sería muy positiva y podría enmarcarse en las medidas de impulso de la recuperación económica. La amplia experiencia adquirida con los OICVM parece indicar que las normas y requisitos sobre productos a escala de la UE pueden resultar un instrumento muy eficaz para estimular la inversión en los activos pertinentes.

Por consiguiente, es necesaria una actuación a nivel europeo destinada a crear un mercado único para los fondos de inversión a largo plazo.

### 4. OBJETIVOS

Los objetivos generales son los siguientes: 1) incrementar los medios para la financiación a largo plazo en todos los sectores de la economía y 2) aumentar la coherencia del mercado único. Para ello, es preciso alcanzar tres objetivos específicos, a saber: 1) mejorar las economías de escala para los gestores de fondos de inversión a largo plazo; 2) ampliar la oferta y protección para los inversores interesados en ellos y 3) aumentar el flujo de inversiones en activos con horizontes a largo plazo.

Para lograr estos objetivos, es necesario, a su vez, lograr dos objetivos operativos: 1) eliminar los obstáculos a la creación de un mercado único de fondos centrados en activos a largo plazo, que amplíe la base de inversores, y 2) reducir las posibilidades de venta abusiva de instrumentos de inversión a largo plazo.

### 5. OPCIONES DE ACTUACIÓN

A fin de conseguir los dos objetivos operativos, la evaluación de impacto ha establecido siete opciones de actuación por lo que se refiere tanto a las normas sobre productos como a los distintos tipos de inversores. Las opciones van desde no adoptar ninguna medida hasta la creación de normas sobre productos para los fondos de inversión a largo plazo transfronterizos a disposición de inversores institucionales y minoristas. Cada opción es pertinente para ambos objetivos operativos.

Opción 1	No adoptar ninguna medida
Opción 2	Elaborar una etiqueta «orientativa», pero no un pasaporte

Opción 3	Permitir cierta exposición de los OICVM que ya tengan pasaporte a activos a largo plazo
Opción 4	Crear un nuevo fondo, el fondo de inversiones a largo plazo, con un conjunto claramente diferenciado de normas de cartera relativas a las clases de activos a largo plazo que sean aptos para las inversiones. Este nuevo fondo estaría abierto exclusivamente a los inversores institucionales.
Opción 5	Igual que la opción 4, pero abriendo el fondo a los particulares con grandes patrimonios.
Opción 6	El fondo estaría abierto a todos los inversores, incluidos los minoristas. Ello implicaría requisitos más estrictos de protección de los inversores. Para adecuarse a la naturaleza a largo plazo de los activos, no habría derechos de rescate.
Opción 7	Igual que la opción 6, pero incluyendo derechos de rescate, tras un período inicial de permanencia, por ejemplo tres años.

## 6. EVALUACIÓN DE LOS EFECTOS DE LAS OPCIONES SELECCIONADAS

La opción 1 no es aceptable, ya que no contempla ninguna medida para resolver los problemas detectados.

La opción 2 implicaría medidas no legislativas para fomentar la convergencia de los fondos centrados en inversiones a largo plazo o su comercialización como fondos de inversión a largo plazo. Probablemente requeriría la creación de una etiqueta y un código de producto, de carácter voluntario. Aunque sería una opción de bajo coste para los gestores, su aceptación dependería de que los Estados miembros decidieran modificar sus normas nacionales para apoyarla, por lo que es improbable que resuelva el problema de la fragmentación.

La opción 3 permitiría mantener en un OICVM una cantidad limitada de activos ilíquidos y no transferibles. Los inversores minoristas podrían acceder a activos a largo plazo, así como otorgar un pasaporte a los fondos que se invirtieran, al menos en parte, en activos a largo plazo. Sin embargo, no respetaría un principio fundamental de los OICVM: la posibilidad de que los inversores recuperen sus inversiones en cualquier momento. Este principio ha dado confianza a los inversores en OICVM. Cualquier modificación podría afectar al éxito de este sistema y generar confusión sobre los tipos de activos en que los OICVM pueden invertir y sus riesgos inherentes. Algunos gestores de activos también han manifestado su oposición a este cambio, ya que también temen que pueda socavar el éxito de los OICVM.

La opción 4 permitiría crear un producto de inversión a largo plazo reconocible, capaz de venderse a inversores institucionales en toda la UE mediante un pasaporte. Sus normas se inspirarían en las normas de los OICVM relativas, por ejemplo, a los activos aptos, pero se aplicarían a activos que son ilíquidos y de largo plazo por naturaleza. Esta opción no resolvería el problema de la exclusión de los pequeños inversores y los inversores minoristas, que no podrían diversificar sus carteras en consecuencia ni contribuir a la reserva común de capital disponible.

La opción 5 permitiría acceder a dichos fondos a los particulares con grandes patrimonios, considerados capaces de asumir mayores niveles de riesgo de inversión. Por lo demás, coincide con la opción 4. Aunque tendría el efecto de ampliar la reserva común de capital disponible y de ofrecer una mayor diversificación a más inversores, sigue excluyendo a los inversores minoristas de los beneficios potenciales de invertir en tales fondos.

La opción 6 permitiría comercializar los fondos indicados en la opción 4, que no permiten reembolsos anticipados, entre inversores minoristas de toda la UE mediante un pasaporte. De esta forma, podría acceder a estos fondos una gama más amplia de inversores, optimizando la potencial reserva común de capital disponible para este tipo de inversiones. Para abordar las normas de protección del inversor necesarias para los inversores minoristas, el fondo estaría sujeto a normas sobre productos diseñadas para garantizar una diversificación suficiente, resolver los conflictos de intereses, aumentar la transparencia de los costes y limitar el recurso al apalancamiento. Ello implica inevitablemente algunos costes adicionales. La introducción de normas armonizadas y considerablemente mejoradas en relación con los productos podría atenuar el riesgo de venta abusiva, lo que contribuiría a afianzar la confianza de los inversores institucionales y minoristas en los activos a largo plazo. Que el fondo sea de tipo cerrado tiene la ventaja de permitir inversiones en todo tipo de activos a largo plazo, ya que es la estructura que más se adapta al perfil de iliquidez de estos activos. Esta solución tiene la ventaja de ser transparente en cuanto al compromiso a largo plazo que exige invertir en tales activos.

La opción 7 es idéntica a la opción 6, salvo que contempla derechos de rescate. Estos derechos podrían ejercitarse tras un período determinado, por ejemplo tres años, transcurrido el cual los inversores tendrían acceso a su dinero de forma periódica. Si bien esta posibilidad reduciría el riesgo de que los inversores minoristas vieran bloqueada su inversión, en detrimento de sus intereses, no lo eliminaría del todo, dada la naturaleza ilíquida de los activos a largo plazo. También implicaría la necesidad de mantener una reserva de liquidez en los fondos con el fin de garantizar su capacidad de satisfacer las solicitudes de reembolso en todo momento. Con este requisito, la proporción de activos ilíquidos a largo plazo mantenidos en los fondos sería menor, reduciéndose los beneficios de diversificación de cartera que ofrecen a los inversores y el importe disponible para inversión en activos a largo plazo.

### **Opción elegida**

Sobre esta base y tras examinar las opciones 1 a 7, la opción 6 parece ser la más eficaz y eficiente de cara a la creación de una definición común y a la reducción de los obstáculos al desarrollo de un mercado único próspero para los fondos de inversión a largo plazo. Al incluir a los inversores minoristas, permitirá acceder a fuentes de capital sin explotar y ofrecerá mayores posibilidades de resolver el problema de la fragmentación en mercados nacionales. Además, al permitir a los gestores comercializar fondos de inversión a largo plazo sin derecho de rescate propiciará una adopción más rápida y potencialmente más profunda que la opción 7, gracias a su flexibilidad. Esta opción reproduce los modelos que existen en los países que autorizan inversiones de los inversores minoristas.

## **7. SEGUIMIENTO Y EVALUACIÓN**

La evaluación de cualquier iniciativa legislativa constituye una prioridad para la Comisión. En el caso de la presente propuesta de Reglamento, se realizaría un

seguimiento para comprobar si se desarrolla un mercado de fondos de inversión a largo plazo a escala de la UE. Si ello no ocurriera tras un período razonable, sería necesaria una nueva evaluación para valorar la necesidad de modificar la propia normativa.