



COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS

Bruselas, 12.7.2005
COM(2005) 314 final

LIBRO VERDE

**SOBRE LA MEJORA DEL MARCO DE LA UE PARA LOS FONDOS
DE INVERSIÓN**

(SEC(2005) 947)

(presentada por la Comisión)

LIBRO VERDE

SOBRE LA MEJORA DEL MARCO DE LA UE PARA LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Introducción

En el espacio de una década, el sector de los fondos de inversión ha crecido hasta convertirse en un actor clave de los mercados de capitales europeos. Los fondos de inversión movilizan el ahorro doméstico y lo canalizan hacia inversiones productivas. Este sector europeo gestiona actualmente un volumen de activos superior a los 5 billones de EUR. El presente Libro Verde evalúa el impacto de la legislación europea adoptada para fomentar el desarrollo del tipo más común de fondos de inversión en el mercado europeo: los OICVM, que representan más del 70 % de los activos gestionados por el sector de los fondos.

¿Qué son los OICVM?

Los OICVM (organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios) son carteras de inversiones colectivas especialmente constituidas, dedicadas exclusivamente a la inversión de activos obtenidos de inversores. La Directiva OICVM¹ establece los requisitos específicos para conceder la autorización a la política de inversión de los OICVM y a sus gestores. La legislación que regula los OICVM tiene por objeto establecer un determinado nivel de protección de los inversores mediante disposiciones que prevén límites estrictos de inversión y requisitos de capital y de información, así como la custodia de los activos y la supervisión del fondo por parte de un depositario independiente. Los OICVM autorizados en un Estado miembro se benefician de un «pasaporte» que les permite, previa notificación, ser vendidos a inversores particulares de otros países de la UE.

La mayoría de las partes interesadas considera que la legislación relativa a los OICVM podría funcionar mejor y que no permite aprovechar todo el potencial a escala paneuropea del sector. Tampoco es lo suficientemente flexible para hacer frente a los retos que plantea la rápida evolución de los mercados financieros. Sin embargo, en este momento, no existen razones de peso que obliguen a una revisión legislativa fundamental, sino que más bien convendría agotar primero todas las posibilidades que ofrece el marco jurídico vigente. Así pues, el Libro Verde examina diversas vías para promover a corto y medio plazo el desarrollo del sector de los fondos, sobre la base de la legislación actual y garantizando al mismo tiempo el nivel necesario de protección de los inversores. El cuadro adjunto resume las etapas previstas actualmente. No obstante, el hecho de centrarse en estas iniciativas en los próximos dos años no debe descartar una reflexión sobre medidas de mayor envergadura que podrían ser necesarias para garantizar un funcionamiento más eficaz del sector europeo de los fondos de inversión y un elevado nivel de protección de los inversores.

¹ Directiva 85/611/CEE de 20 de diciembre de 1985 (DO L 375 de 31.12.1985, p. 3), modificada por las Directivas 2001/107/CE («Directiva sobre sociedades de gestión») de 21 de enero de 2002 (DO L 41 de 13.2.2002, p. 20) y 2001/108/CE («Directiva sobre productos») de 21 de enero de 2002 (DO L 41 de 13.2.2002, p. 35), entre otras, denominadas ambas en el texto «OICVM III».

Los actuales retos socioeconómicos invitan a proceder a esta evaluación. El entorno normativo de la UE debe permitir al sector de los fondos desarrollar productos de inversión colectiva sólidamente estructurados y bien gestionados, capaces de ofrecer a los inversores el máximo rendimiento posible, y adaptados a su capacidad financiera y al nivel de riesgo que estén dispuestos a asumir, facilitándoles al mismo tiempo toda la información necesaria para poder evaluar riesgos y costes. La existencia en Europa de unos mercados integrados y eficientes para los fondos de inversión reviste una importancia estratégica: pueden contribuir notablemente a una financiación adecuada de la jubilación, asignan el ahorro privado a inversiones productivas y pueden reforzar la gobernanza empresarial.

El análisis que se expone en el presente documento se inspira en el informe del grupo de expertos sobre gestión de activos, publicado en mayo de 2004, y en los debates que siguieron con los Estados miembros, los miembros del CERV y los operadores del mercado. Estas consultas y el análisis detallado del funcionamiento de la legislación que regula los OICVM, realizado por los servicios de la Comisión², han puesto de manifiesto una serie de problemas que, en opinión de la Comisión, merecen un extenso debate público. El presente Libro Verde constituye la primera contribución de la Comisión a este debate.

1. EVALUACIÓN GENERAL

La Directiva OICVM ha resultado ser un importante primer paso hacia unos mercados integrados y competitivos para los fondos de inversión en Europa. 28 830 OICVM gestionan 4 billones de EUR. Los OICVM gozan de un amplio reconocimiento del mercado tanto dentro como fuera de la UE.

El uso del pasaporte OICVM se ha duplicado con creces en los últimos cinco años. El 16 % de los OICVM son verdaderos fondos transfronterizos y atraen a un porcentaje cada vez mayor de la inversión. Sin embargo, los OICVM transfronterizos están empezando sólo ahora a adquirir un cierto protagonismo en los mercados de los países de acogida.

Desde el punto de vista de la eficiencia global del mercado, el potencial del sector todavía no se ha aprovechado plenamente. La escena está dominada por fondos de tamaño subóptimo. Los fondos europeos son por término medio cinco veces más pequeños que sus homólogos estadounidenses y, como consecuencia de ello, el sector no puede beneficiarse de economías de escala importantes, lo que merma el rendimiento neto para los inversores.

Desde la perspectiva de la protección de los inversores, no se han producido escándalos financieros notables en los que se hayan visto involucrados OICVM. La Directiva OICVM ha proporcionado una sólida base para el desarrollo de un sector debidamente regulado. No obstante, los cambios recientes en el sector están modificando los riesgos asociados a éste. La externalización de las funciones operativas o la evolución hacia una arquitectura abierta pueden implicar mayores riesgos operativos o conflictos de interés. Los nuevos tipos de fondos, basados en estrategias de inversión más sofisticadas, pueden presentar características que no sean bien comprendidas por los inversores particulares. El impacto potencial de las estrategias de inversión alternativa en la protección de los inversores y la estabilidad financiera tampoco se conoce bien. Además, existen productos de sustitución, como certificados o productos vinculados a fondos de inversión («unit-linked»), que compiten con

2

Publicado como documento de trabajo de los servicios de Comisión.

los OICVM para captar los ahorros a largo plazo, pero que no están necesariamente sujetos a requisitos de información y transparencia tan estrictos.

El Libro Verde examina en qué medida el marco reglamentario de los OICVM cumple sus objetivos en este contexto en plena evolución.

2. APROVECHAR EL POTENCIAL DE LA LEGISLACION VIGENTE

2.1. Acciones prioritarias

En enero de 2002, se modificaron varios aspectos clave de la Directiva OICVM original. La Directiva «producto» amplió la gama de activos en los que un OICVM puede invertir. La Directiva «sociedades de gestión» reforzó los requisitos en materia de capital y de organización exigibles a las sociedades de gestión. Autorizó la comercialización transfronteriza de determinados servicios e introdujo un nuevo documento de información, el folleto simplificado. Desde la entrada en vigor de estas Directivas en febrero de 2004, han surgido divergencias entre los Estados miembros sobre cómo debían interpretarse y aplicarse algunas de las disposiciones modificadas. Los fondos siguen encontrando dificultades a la hora de utilizar el pasaporte «producto».

Estos últimos meses, la principal prioridad ha sido consolidar el pasaporte OICVM y proporcionar orientaciones más detalladas sobre los mecanismos de protección de los inversores. A este respecto, cabe destacar la contribución esencial del grupo de expertos en materia de gestión de inversiones del Comité de responsables europeos de reglamentación de valores (CERV). La cooperación y el compromiso de las autoridades nacionales de supervisión, que trabajan en el marco del CERV³, resultan fundamentales para encontrar soluciones pragmáticas a los problemas de aplicación.

Este trabajo continuará, con los objetivos siguientes:

1. Eliminar la incertidumbre en torno al reconocimiento de los fondos constituidos durante la transición de la OICVM I a la OICVM III. Las líneas directrices del CERV han ayudado a eliminar la inseguridad relativa al tratamiento de los fondos que se benefician de una cláusula que les permite mantener los derechos adquiridos («grandfathered funds»). Es sumamente importante que estas líneas directrices se ejecuten fielmente para garantizar el correcto funcionamiento del pasaporte.
2. Simplificar el procedimiento de notificación de los fondos transfronterizos: el contenido, la complejidad y la duración de la fase de notificación varían considerablemente de un Estado miembro a otro. Por ello, es necesario racionalizar los procedimientos y contemplar mecanismos prácticos de resolución de problemas en el marco de las responsabilidades actuales. Esto puede también implicar la mejora de la colaboración entre administraciones para evitar que se cuestione la autorización del país de origen. El CERV ha empezado ya a trabajar para aumentar la convergencia entre reguladores en este ámbito.
3. Fomentar la aplicación de las recomendaciones de la Comisión sobre la utilización de instrumentos derivados y el folleto simplificado, cuyo objetivo es, en particular, mejorar la gestión del riesgo y la transparencia de las comisiones. Del análisis

3

Creado mediante la Decisión 2001/527/CE de la Comisión de 6 de junio de 2001 (DO L 191 de 13.7.2001, p. 43).

preliminar, basado en el estudio del CERV, se desprende que, salvo contadas excepciones, las autoridades de los Estados miembros han empezado ya a adoptar medidas para aplicar estas orientaciones. Dada la importancia de estos aspectos, la Comisión impulsará avances en ámbitos cruciales, como la información sobre comisiones y gastos.

4. Aclarar la definición de los «activos» que pueden ser adquiridos por los OICVM. Una de las piedras angulares de la legislación relativa a los OICVM es que los fondos deben invertir fundamentalmente en instrumentos financieros líquidos. La OICVM III deja un margen de interpretación sobre las categorías de instrumentos financieros que pueden ser adquiridos por un OICVM. La Comisión finalizará a principios de 2006 las aclaraciones jurídicamente vinculantes sobre el concepto de activos aptos, de conformidad con el procedimiento previsto en el artículo 53a de la Directiva.

P1: ¿Aportarán las iniciativas mencionadas seguridad jurídica suficiente a la aplicación de la Directiva?

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

2.2. Utilizar mejor el marco vigente

¿Puede mejorarse el marco legislativo actual de la UE para poder responder a los principales retos estructurales a que se enfrenta el sector de los fondos de la UE, reforzando, por ejemplo, su competitividad y su capacidad de satisfacer las nuevas demandas de los inversores? Se han identificado dos ámbitos en los que se podría trabajar, sobre la base del marco legislativo vigente.

2.2.1. El pasaporte de las sociedades de gestión

Algunos actores del sector consideran que el hecho de que los gestores de fondos tengan la posibilidad de constituir y gestionar OICVM domiciliados en otros Estados miembros abre una vía hacia una mayor eficiencia y especialización en la gestión de carteras y la administración de fondos. Esta posibilidad se contemplaba en la Directiva «sociedades de gestión» para los OICVM constituidos en sociedad. Sin embargo, debido a las ambigüedades percibidas y al carácter incompleto de la Directiva, no ha llegado a materializarse. Concretamente, el hecho de repartir entre dos jurisdicciones diferentes la supervisión del fondo y de su gestor suscita preocupación, ya que podría comprometer la eficacia de los controles del riesgo y de la protección de los inversores. Antes de adoptar cualquier medida a este respecto, la Comisión desea recabar más información para averiguar hasta qué punto el pasaporte de las sociedades de gestión puede ofrecer nuevas posibilidades comerciales significativas y para identificar eventuales problemas de supervisión. Sobre la base de las respuestas al presente Libro Verde, la Comisión indicará en el informe de seguimiento que publicará a principios de 2006 si puede aplicarse este pasaporte y sus modalidades.

P3: Un verdadero pasaporte para las sociedades de gestión, ¿aportaría 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.

P4: 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.

2.2.2. *Distribución, venta y promoción de los fondos*

Un segundo ámbito que convendría aclarar es la forma de proponer, vender o promocionar los OICVM a los inversores particulares. Ante productos más complejos, los inversores necesitan una información más completa y comprensible sobre el rendimiento de los fondos y sus gastos correspondientes. Existe una demanda creciente de asesoramiento sobre cuáles son los productos más adecuados y rentables. En el lado de la oferta, la situación también está cambiando. Los bancos abren poco a poco sus redes de comercialización a fondos de terceros, lo que les permite centrarse en sus competencias básicas y atraer a clientes que buscan «el mejor producto del mercado». Por último, en la cadena de valor, la distribución tiene una incidencia importante en los costes del sector europeo de los fondos (en particular los transfronterizos). La competencia y la transparencia en la distribución de los fondos podrían influir positivamente en los intereses de los inversores finales. Por ejemplo, debería aclararse en qué condiciones un producto puede reivindicar legítimamente la etiqueta de «fondo garantizado», con el fin de evitar el riesgo de ventas abusivas.

La Directiva sobre mercados de instrumentos financieros (MIF), recientemente adoptada⁴, podría servir de «caja de herramientas», especialmente para aclarar los deberes de atención y de advertir sobre los riesgos, u otras obligaciones de las sociedades de inversión hacia los clientes que se plantean invertir en OICVM. Esta Directiva también podría servir de base para mejorar la transparencia del proceso de distribución, mediante sus normas en materia de gestión e información sobre los conflictos de interés y las obligaciones de «ejecución óptima».

En una primera etapa, los servicios de la Comisión reflexionarán sobre los límites entre servicios de comercialización (OICVM) y servicios de venta/asesoramiento prestados a los inversores. Posteriormente, procederán a un «análisis de carencias» («gap analysis») para examinar si la legislación de segundo nivel por la que se aplican las normas de conducta y otras disposiciones pertinentes de la Directiva MIF ofrece una base suficiente y eficaz para regular las actividades de intermediación en relación con los fondos de inversión. Sin embargo, esta etapa tendrá que esperar hasta que se ultimen estas normas de segundo nivel.

P5: 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?

P6: ¿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)?

P7: ¿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?

3. MÁS ALLÁ DEL MARCO LEGISLATIVO VIGENTE – RETOS A LARGO PLAZO

El sector europeo de los fondos está experimentando profundos cambios estructurales que tendrán consecuencias duraderas: innovación continua de las estrategias y productos de inversión; nuevas formas de modelo de negocio; aparición de prestadores de servicios especializados; sistemas de distribución en constante evolución; inversores más expertos. Europa debe procurar que el marco legislativo de los OICVM sea capaz de ofrecer una base viable para un desarrollo positivo del sector de los fondos de inversión a más largo plazo, asegurando al mismo tiempo un alto nivel de protección de los inversores. El entorno normativo debe permitir que el sector ofrezca productos atractivos, bien gestionados y competitivos. En la siguiente sección se examinan las distintas modalidades en que el marco jurídico europeo puede mejorar su contribución a este objetivo: creación de un marco europeo para aprovechar la mejor relación coste-eficacia y las sinergias que ofrece una base transfronteriza; refuerzo de la confianza de los inversores; medidas para evitar falseamientos innecesarios de la competencia entre productos de inversión sustitutivos; fomento del desarrollo saludable de la inversión alternativa en la UE. Sin embargo, el marco vigente no permite seguir avanzando hacia estos objetivos. En algunos casos, será necesario proceder a adaptaciones o ampliaciones potencialmente ambiciosas de la legislación OICVM actual. La evaluación del marco OICVM brinda por tanto la oportunidad de iniciar una reflexión sobre la conveniencia de integrar a largo plazo en el marco legislativo de la UE algunos de estos aspectos más generales y sobre las modalidades correspondientes.

3.1. Hacia un sector rentable

La proliferación en la UE de fondos de tamaño reducido impide a este sector beneficiarse plenamente de economías de escala.

1. El grupo de expertos sobre gestión de activos, entre otros, ha considerado que una mayor consolidación a través de fusiones transfronterizas podría ser una vía hacia la reducción de costes y la mejora del rendimiento de los fondos, aunque los gestores de fondos no han sido muy activos a la hora de racionalizar su oferta de productos, ni siquiera a nivel nacional. La Directiva OICVM no prohíbe las fusiones transfronterizas de fondos, pero tampoco aborda muchos de los obstáculos prácticos que posiblemente deban salvarse para facilitar tales fusiones. Aunque se producen fusiones transfronterizas aisladas, no son frecuentes, debido a las dificultades que plantean las divergencias nacionales en los regímenes fiscales y el Derecho de sociedades.
2. La puesta en común de los activos de varios fondos («pooling») puede ser una alternativa para la consolidación del sector: permitiría gestionar o administrar de forma colectiva clases de fondos legalmente independientes, ya sea alimentando con sus activos un fondo principal (cf. estructuras principal-subordinado), o recurriendo a las tecnologías de la información para poder gestionarlos como si fueran una sola clase. Sin embargo, el «pooling» transfronterizo también se topa con barreras legales, de control y fiscales, además del considerable reto tecnológico que representa.
3. Los servicios de custodia y depósito de fondos podrían beneficiarse también de una mayor racionalización. La Directiva OICVM establece la obligación de que la sociedad de gestión y el depositario tengan su domicilio en el mismo Estado miembro. En el pasado, la proximidad y la supervisión por una sola autoridad se consideraban esenciales para garantizar la eficacia de las funciones de

administración, depósito y custodia. Más recientemente, representantes del sector han abogado por una mayor libertad a la hora de elegir al depositario, pero, tal como ya ha señalado anteriormente la Comisión⁵, esta evolución exigiría una mayor armonización de la naturaleza, las misiones y las responsabilidades de los agentes implicados. Deberán efectuarse análisis comparativos profundos de los costes y beneficios que se derivarían de los cambios legislativos, y compararse con lo que podría lograrse a través de acuerdos de delegación o subcustodia. La Comisión propone examinar qué repercusiones tendría para la supervisión y la protección efectivas de los inversores repartir entre Estados miembros la responsabilidad de la supervisión del fondo y las funciones de depósito y custodia de activos.

5. La infraestructura europea para la tramitación de las órdenes de suscripción/reembolso (participaciones del fondo) está fragmentada, por lo que los costes de funcionamiento y los riesgos operativos son elevados en la cadena de valor de las transacciones. La Comisión apoya firmemente los esfuerzos actuales del sector para mejorar la organización de la administración del fondo, en particular en el caso de los mecanismos transfronterizos. En principio, la Comisión se inclina por que el sector continúe tomando la iniciativa a este respecto: los responsables políticos de la UE sólo deberían intervenir en caso de problemas manifiestos de «coordinación» o de obstáculos reglamentarios o políticos insalvables.

P8: 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?

P9: ¿Podrían lograrse los beneficios deseados mediante «pooling»?

P10: Un mayor nivel de competencia entre los gestores y distribuidores de fondos, ¿garantizaría que los inversores se beneficien de una mayor eficiencia (mayores rendimientos y/o menores costes)?

P11: ¿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?

P12: ¿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?

Tras tomar en consideración las respuestas al presente Libro Verde, la Comisión creará un grupo de expertos para seguir estudiando las principales fuentes de ineficiencia del sector de los fondos en la UE señaladas anteriormente. Este trabajo también considerará la viabilidad y eficacia de posibles medidas de facilitación.

3.2. Mantener niveles elevados de protección de los inversores

La Directiva OICVM establece varias líneas de defensa para proteger a los inversores. A este respecto, el balance hasta la fecha ha sido satisfactorio. Sin embargo, surgen nuevos riesgos y las expectativas del mercado van cambiando. Por tanto, puede ser oportuno reflexionar sobre la protección de los inversores desde un planteamiento basado en los riesgos más exhaustivo.

Debería darse un margen de tiempo a las nuevas disposiciones de protección de los inversores que prevé la OICVM III para que demuestren su eficacia. El CERV también trabajará para fomentar la convergencia entre los reguladores europeos en relación con las disposiciones sobre prevención de conflictos de interés y protección de los inversores impuestas a los gestores de OICVM, con arreglo a los nuevos artículos 5 septies y 5 nonies de la Directiva 2001/107/CE. No obstante, la Comisión estima que, habida cuenta de los límites formales fijados para las inversiones, los OICVM pueden tener problemas en el futuro para seguir el ritmo de la innovación financiera y de sistemas más complejos de distribución. Ello podría llevar a emprender una evaluación más sistemática de los principales riesgos que surgen en cada etapa de la cadena de valor del sector de los fondos. Habida cuenta de la ambición declarada del sector de convertirse en el vehículo de inversión preferido por los inversores particulares, la Comisión trabajará sin descanso para reforzar las medidas de protección de los inversores. Las tareas emprendidas por el comité permanente de la OICV sobre la gestión de inversiones podrían constituir el punto de partida de una reflexión sobre estas cuestiones a escala europea.

P13: Mantener el énfasis en límites formales de inversión, ¿constituye un enfoque sostenible para conseguir un nivel elevado de protección de los inversores?

P14: ¿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?

3.3. Competencia de los productos sustitutivos

A medida que avance el debate sobre el marco legislativo comunitario aplicable a los OICVM, será importante tener en cuenta el panorama general de la gestión de activos. Los OICVM compiten con otros muchos productos para captar el ahorro privado de los inversores europeos. Existen productos, como los seguros de vida vinculados a fondos de inversión o algunos productos estructurados, que reproducen características de los OICVM. Sin embargo, están sujetos a un tratamiento normativo o fiscal diferente y el proceso de comercialización no es el mismo. En algunos Estados miembros, estos productos competidores gozan de una amplia aceptación. A la Comisión le preocupa que este distinto tratamiento normativo pueda perturbar las decisiones de inversión. La Comisión considera que reducir las obligaciones de información como consecuencia de la competencia reguladora iría en detrimento de los inversores.

P15: ¿Conoce casos de distorsión de decisiones de inversión que requieran una especial atención por parte de los responsables políticos europeos o nacionales?

3.4. Mercado europeo de instrumentos de inversión alternativa

El sector de la inversión alternativa, que comprende los fondos de cobertura («hedge funds») y los fondos de capital riesgo/inversión («private equity»), no es una moda pasajera. Este sector ofrece nuevas oportunidades de diversificación a los gestores de activos, la promesa de rendimientos más elevados para los inversores y la posibilidad de incrementar la liquidez global del mercado. Sin embargo, las estrategias de inversión alternativa son más complejas, y pueden entrañar mayores riesgos para los inversores que los OICVM tradicionales.

Inversión alternativa

- **Fondos de capital riesgo/inversión («private equity»):** implican un compromiso a largo plazo en inversiones y una participación activa en la gestión de éstas. No obstante, estos fondos se enfrentan a complicaciones fiscales suplementarias y la mayor parte de sus estructuras no son objeto de reconocimiento mutuo en los diversos Estados miembros.
- **Fondos de cobertura («hedge funds»):** Utilizan toda una gama de técnicas e instrumentos (ventas al descubierto, apalancamiento, etc.) de las que generalmente no disponen los organismos de inversión colectiva más tradicionales. Los fondos de cobertura pueden representar una fuente de riesgo de contrapartida para las entidades financieras que les conceden préstamos. Actualmente no se consideran una fuente importante de riesgo sistémico, debido a su tamaño relativamente reducido y al uso limitado y colateralizado del apalancamiento. Sin embargo, su rápida expansión y la falta de transparencia que se les atribuye suscitan una preocupación creciente por el posible impacto en los mercados. Los organismos reguladores se esfuerzan actualmente en reforzar sus capacidades de evaluación de la exposición global del sistema financiero a los fondos de cobertura.

La fragmentación del mercado europeo debido a las divergencias en los regímenes nacionales, podría obstaculizar el desarrollo de estas actividades. A medida que se desarrolla el sector, y sobre todo si los inversores particulares europeos se ven cada vez más expuestos a inversiones alternativas, puede resultar necesario adoptar un planteamiento europeo coherente y claro.

Teniendo en cuenta las respuestas a la presente consulta, la Comisión formará un grupo de trabajo responsable de examinar si un enfoque reglamentario común facilitaría el desarrollo de los mercados europeos de los fondos de cobertura y de capital riesgo/inversión. Asimismo, el grupo podría estudiar los tipos de actuaciones más útiles para salvar los obstáculos que entorpecen su desarrollo transfronterizo y considerar, entre otras cosas, en qué medida una interpretación común del concepto de «colocación privada de valores» podría facilitar su oferta transfronteriza a inversores cualificados.

P16: ¿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?

P17: ¿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?

P18: ¿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.?

3.5. ¿Modernizar la legislación OICVM?

La experiencia ha mostrado lo difícil que resulta adaptar las disposiciones relativas a los OICVM a las realidades cambiantes del mercado, y garantizar su aplicación coherente. La Directiva OICVM ilustra los peligros que entraña intentar regular cuestiones sumamente técnicas a través de legislación de la UE de primer nivel. Algunos actores, incluido el CERV, instan a refundir la Directiva inspirándose en la reciente legislación de la UE sobre valores, es

decir, una legislación de primer nivel, funcional y basada en principios, con margen para recurrir a normas de aplicación detalladas y a una cooperación reforzada en materia de supervisión (enfoque Lamfalussy). Sin embargo, modificar así la legislación sobre OICVM sería una operación de gran calado: habría que elegir los términos de los principios generales de la legislación de primer nivel y determinar el ámbito de aplicación y el contenido de las decisiones a adoptar según las normas de comitología. Por lo tanto, el impacto tanto sobre el fondo como a nivel institucional sería notable. Todo ello requeriría una preparación cuidadosa y el recurso al procedimiento completo de codecisión. Si en el futuro existiera consenso sobre la necesidad de introducir cambios de este tipo en la legislación OICVM, la Comisión considera que debería aprovecharse la ocasión para reestructurar la Directiva según el enfoque Lamfalussy.

P19: 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. CONCLUSIONES

Los OICVM han impulsado la aparición de un sector pujante de fondos de inversión en Europa. La legislación en la materia, con su pasaporte «producto» y su preocupación por los inversores particulares, ha contribuido a ello. Pese a sus éxitos, existe la impresión de que no se han aprovechado todas las oportunidades que ofrece y de que podría mejorarse. Sin embargo, en el momento actual no existen razones de peso para proceder a una revisión legislativa radical. Más bien habría que dar prioridad a la explotación de todas las posibilidades que ofrece el marco legislativo vigente.

Habida cuenta de la importancia estratégica del sector, es preciso iniciar una amplia reflexión sobre la futura orientación del marco legislativo de la UE para los fondos de inversión. En caso de que algunos de los riesgos estructurales señalados anteriormente se materializaran, sería necesario adoptar medidas de envergadura para que, de cara al próximo decenio, este vasto sector europeo disponga de las herramientas adecuadas y pueda, al mismo tiempo, garantizar un nivel elevado de protección a los inversores europeos.

Para decidir las posibles medidas de seguimiento, se tendrán en cuenta las respuestas a la presente consulta, así como las conclusiones de los debates que se vayan celebrando con las partes interesadas y los trabajos preparatorios de la Comisión. A principios de 2006 se anunciarán las orientaciones elegidas para mejorar el marco regulador de los OICVM. En caso de que se contemplen medidas legislativas, se someterán previamente a extensas consultas y serán objeto de una evaluación del impacto y de un análisis de la relación coste-eficacia.

Las respuestas a la presente consulta deben enviarse, a más tardar el 15 de noviembre de 2005, a la siguiente dirección electrónica: markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int. Las respuestas se publicarán en el sitio Internet de la Comisión, salvo que se pida expresamente lo contrario. En el marco del seguimiento del presente Libro Verde, la Comisión publicará a principios de 2006 un informe en el que se resumirán las contribuciones recibidas.

Mejora del marco OICVM - Etapas propuestas

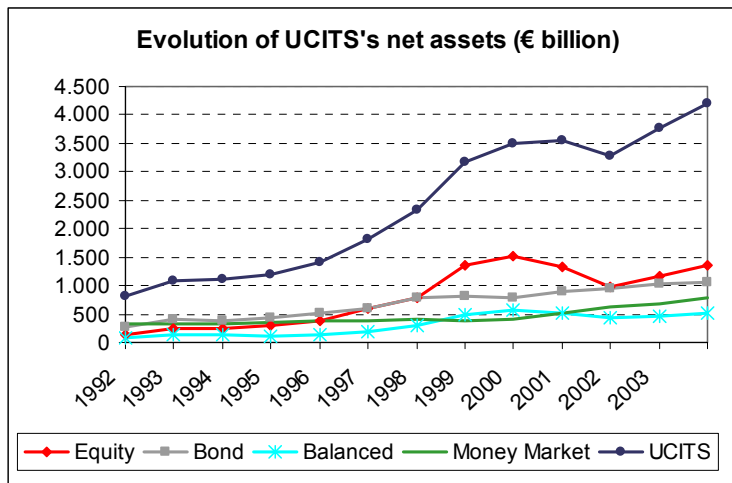
Asunto	Acción	Fechas propuestas
Evaluación de la legislación OICVM	Proceso de consultas Informe sobre las respuestas a la consulta pública. Publicación COM sobre acciones de seguimiento	Julio/nov. 2005 Feb./marzo 2006
1. Acciones prioritarias		
Clarificación de activos aptos para los OICVM	Adopción de la legislación de aplicación	Marzo/abril de 2006
Recomendaciones sobre derivados y el folleto simplificado	Publicación de la evaluación definitiva de la aplicación por los Estados miembros (CERV y COM)	Otoño de 2005
Líneas directrices del CERV sobre disposiciones transitorias	Informe provisional sobre la aplicación nacional	Otoño de 2005
Procedimientos de notificación	Líneas directrices del CERV para el procedimiento de notificación	Otoño de 2006
2. Explotar al máximo las posibilidades que ofrece el marco vigente		
Pasaporte para las sociedades de gestión	Análisis de las condiciones necesarias para facilitar el funcionamiento efectivo del pasaporte para las sociedades de gestión (OICVM de forma estatutaria)	Principios de 2006
Distribución, venta y promoción de fondos	Evaluación de la articulación entre las Directivas OICVM y MIF Análisis de carencias de las medidas de segundo nivel de la Directiva MIF	Principios de 2006 Mediados de 2006
3. Retos a largo plazo		
Fusiones/«pooling» transfronterizos	Trabajos del grupo de expertos	Invierno de 2005 - Verano de 2006
Protección de los inversores	Análisis de riesgos y controles del riesgo en el sector europeo de los fondos de inversión (CERV y COM): Seguimiento del trabajo del OICV; lanzamiento y publicación de estudios de la Comisión	
Inversión alternativa	Trabajos del grupo de expertos	Invierno de 2005 - Verano de 2006

Annex

OVERVIEW OF THE UCITS MARKET

UCITS legislation has provided the foundations for the development of a successful European fund industry. 20 years after the adoption of the original UCITS Directive, 28,830 UCITS funds manage €4 trillion representing over 70% of the assets under management by the EU investment fund industry as a whole. Assets managed by UCITS are growing rapidly (some 4 times over the last 10 years). This industry has a strong presence in all of the ‘old’ Member States and is gaining ground in many of the new Member States. In some Member States, over 20% of the adult population have invested in funds. UCITS also enjoy wide market recognition outside the EU (namely in Asia and South America).

UCITS enjoy wide market acceptance

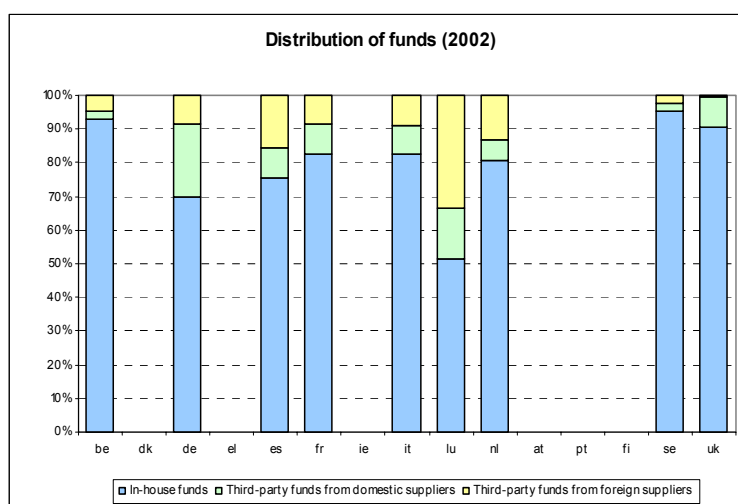


The UCITS Directive has proved an important first step towards integrated and competitive European markets for investment funds: it has been the catalyst for the growth of an industry which is increasingly investing and competing on a cross-border basis. At present, less than a fifth of all European UCITS (in terms of number of funds) are true cross-border funds in that they are sold in more than one country other than that of the sponsoring parent company. However, as shown in the table below, the number of cross-border funds has increased more rapidly than the total number of funds over the last years. Their assets under management are also growing at a fast pace: net sales of cross-border funds represented more than 60% of the total industry net inflows in 2004.

...with increasing cross-border penetration

	End-98	Mar 2001	End 2002	End 2003	Change (98-03)
X-border funds	2,287	3,260	3,750	4,529	98%
X-border notifications	11,338	22,791	26,966	26,030	130%
Total no. of funds	20,069	n.a.	28,459	28,149	40%
X-border/total funds	11%	n.a.	13%	16%	41%

Despite the increase in the number of notifications and the sales of cross-border funds, the market share in most host Member States is often small. Despite recent years' move towards open-architecture, the range of products on offer remains biased towards national providers. National distribution networks remain dominated by local players. Most European third party funds (TPF) distributors are "semi-open" with 33% of them offering less than 5 TPF and only 6% putting in their list of products more than 49 TPF. In addition to this, 46% of fund distributors do not offer even one TPF. Consequently, competition is limited and investors do not necessarily have access to the best funds in the EU market.



Viewed from the perspective of overall market efficiency, the facilitation of cross-border fund offer has not yet delivered an optimally functioning European fund market. The number of funds is considerably higher than 10 years ago. This reflects the rapidity with which managers have reacted to new trends and the needs of increasingly demanding investors. For instance, products such as guaranteed funds have recently enlarged the range of investment opportunities for UCITS investors. The end-result is that the landscape remains dominated by funds of sub-optimal size which are on average 5 times smaller than their average US counterpart. Fund managers and administrators are not able to benefit fully from scale economies – reducing net returns to end-investors. Estimates indicated that if EU funds could attain US funds' average size, annual cost savings of € 5bn could be achieved.

Lack of market integration translates into higher costs for investors.

From an investor protection perspective, there have not been notable financial scandals involving UCITS in Europe. UCITS has provided a solid underpinning for a well-regulated and generally well-managed industry. The investment limits, capital requirements, and organisational controls on asset segregation and safe-keeping, disclosure obligations or the oversight responsibility of depositaries introduced by the Directive have been important contributing factors.

No notable financial scandals so far...

<p>Recent trends in European fund industry are changing the risk-features of the business. Changes in the organisation of the business, such as outsourcing of operational functions or moves towards open-architecture may entail increased operational risk or conflicts of interest. New fund-types, based on more complex or sophisticated investment strategies, may embody features that are not well-understood by retail investors. The possible implications of alternative investment strategies for investor protection and financial stability remain poorly understood. Furthermore, substitute products, such as unit-linked products or certificates, compete with UCITS for long-term savings. However, they are not necessarily subject to the same level of disclosure and transparency. This may call into question the levels of disclosure and investor protection promoted by UCITS.</p>	<p><i>... but business is evolving and current trends may accentuate certain risks to investors.</i></p>
<p>The accompanying Commission staff working document provides an extensive treatment of these issues. To further improve our understanding, the Commission is sponsoring further research to evaluate the degree of integration of European fund markets; to assess whether there are as yet unrealised efficiency gains that could be achieved through cross-border competition or a more rational pan-European organisation of the market; and to study evolutions in the risk-features of European asset management business.</p>	