ES 2022

04

Informe Especial

Fondos de inversión:

Las medidas de la UE todavía no han creado un verdadero mercado único que beneficie a los inversores

TRIBUNAL
DE CUENTAS
EUROPEO

Índice

Apartados

Resumen I-X

Introducción 01-11

El mercado de fondos de inversión en Europa 01-07

Marco regulador 08-10

Responsabilidades de la UE y los Estados miembros 11

Alcance y enfoque de la auditoría 12-15

Observaciones 16-125

Los objetivos de los legisladores de la UE solo se han alcanzado hasta cierto punto 16-33

Los legisladores de la UE fijan objetivos ambiciosos respecto a un mercado único de fondos de inversión 16-17

El régimen de pasaportes no ha creado un verdadero mercado único 18-25

El impacto de las iniciativas legislativas es limitado 26-31

La transposición no siempre ha sido oportuna 32-33

La ESMA ha redoblado sus esfuerzos por fomentar la convergencia de la actividad supervisora y promover una supervisión eficaz, aunque los avances son limitados. 34-68

La ESMA dispone de las herramientas necesarias para promover la convergencia de la actividad supervisora 39

La ESMA ha intensificado su trabajo de convergencia. 40-41

Las pruebas de los efectos son limitadas, y no existe ningún mecanismo para medir la eficacia 42-60

El trabajo de la ESMA ha puesto de relieve deficiencias en la supervisión y posibles distorsiones de la competencia 61-68

La Comisión y la ESMA han adoptado medidas para proteger mejor a los inversores, pero los costes siguen siendo elevados 69-92

La legislación de la UE contiene muchas medidas para proteger a los inversores 70-72

Pese a las medidas de la UE, la transparencia sigue siendo un problema 73-82

La ESMA, la Comisión y las autoridades nacionales competentes han contribuido a introducir una tendencia a la baja de los costes de los OICVM. 83-92

La identificación de riesgos sistémicos requiere nuevos avances 93-111

La evaluación y el seguimiento de los riesgos sistémicos se encuentran en una etapa temprana de su desarrollo 94-102

No existen pruebas de resistencia con fines de supervisión y, aunque se han iniciado los trabajos al respecto, el seguimiento de la simulación es insuficiente 103-107

Las directrices internas para las pruebas de esfuerzo son adecuadas, pero los resultados de estas pruebas no se utilizan eficazmente 108-111

Las lagunas y solapamientos en la recogida de datos dificultan la identificación de riesgos para la estabilidad financiera y los inversores 112-125

La falta de un régimen armonizado de información de los OICVM socava la capacidad de la ESMA para evaluar la preparación de los fondos ante las crisis y efectuar pruebas de resistencia. 114-120

Algunos requisitos de información esenciales no son obligatorios en la Directiva GFIA. 121-122

Los bancos centrales nacionales recaban datos a efectos de la información estadística, pero estos se encuentran a disposición de la ESMA ni la JERS. 123-125

Conclusiones y recomendaciones 126-138

Anexo

Anexo — Recogida de datos y puesta en común de información sobre FIA y OICVM

Siglas y abreviaturas

Glosario

Respuestas de la Comisión y de la ESMA

Cronología

Equipo de auditoría

Resumen

I Los fondos de inversión concentran e invierten capital a través de una cartera de activos. Desempeñan un papel importante en la Unión de los Mercados de Capitales, al acelerar el crecimiento, crear empleo y mejorar la autonomía de la UE. Los ciudadanos de la UE tienen una participación directa de aproximadamente una cuarta parte de los fondos de la Unión, pero también presentan una elevada exposición indirecta a los fondos de inversión a través de los seguros de vida y los contratos de pensiones. El objetivo de la UE es crear un mercado único competitivo que ofrezca a los ciudadanos de la Unión una gama más amplia de productos de inversión menos costosos, pero fiables, y garantice la estabilidad financiera en toda la UE.

II Los fondos de inversión domiciliados en la UE ascendían a 18,8 billones de euros en activos en 2020, de los que los hogares poseen casi dos tercios, lo que pone de relieve la necesidad de una protección efectiva de los consumidores. La UE ha establecido un marco regulador de los fondos de inversión con el fin de garantizar que se apliquen normas similares en todo el mercado único. A pesar de los esfuerzos por desarrollar el mercado único, el sector de los fondos de inversión sigue concentrado en unos pocos Estados miembros. El marco jurídico consiste fundamentalmente en Directivas que exigen a los Estados miembros la aplicación de normas nacionales, y esto da lugar a diferencias reguladoras significativas. La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), agencia de la UE, se encarga de garantizar una supervisión eficaz y coherente en toda la Unión, así como del seguimiento de los riesgos para la estabilidad financiera junto con la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS).

III Nuestra auditoría abarca el período comprendido entre 2016 y julio de 2021, y en ella se examinó cómo estableció la UE un mercado único para los fondos de inversión. Evaluamos si el marco regulador es eficaz, si el trabajo de la UE ha promovido la convergencia de la supervisión entre los Estados miembros, y si la Unión ha mitigado eficazmente los riesgos para los inversores, los mercados y la estabilidad financiera. En esta auditoría se identifican deficiencias en el enfoque legislativo de la Comisión y en las medidas de la ESMA respecto a los fondos de inversión, y se formulan recomendaciones para su mejora. Contribuimos así a aumentar la eficacia y eficiencia de la supervisión financiera y la protección de los inversores.

IV Concluimos que las acciones de la UE han propiciado el establecimiento de un mercado único para los fondos de inversión, especialmente a través del régimen de pasaporte, pero que las verdaderas actividades transfronterizas y los beneficios para los inversores siguen siendo limitados. Además, la coherencia y la eficacia de la

supervisión de los fondos y la protección de los inversores también presentan deficiencias. Las revisiones menores del marco jurídico no bastarán para lograr un verdadero mercado único.

V La ESMA se ha esforzado por promover la convergencia de las prácticas de supervisión, lo que ha dado lugar a una ligera mejora de la calidad de la supervisión y a un menor número de divergencias. No obstante, la ESMA no puede medir este progreso, y posee un conocimiento limitado sobre si se aplica o no un nivel equivalente de supervisión en todos los Estados miembros; pese a ello, gracias a su trabajo, se han detectado deficiencias en la supervisión nacional y ciertas prácticas divergentes. Para lograr una supervisión coherente, depende de la buena voluntad de los supervisores nacionales y en la disposición de su propia Junta de Supervisores. Observamos que ambos prefieren herramientas de convergencia menos formales, cuya eficacia todavía no se ha demostrado y que con frecuencia no lograron una supervisión eficaz y coherente.

VI Las acciones de la UE han reforzado la protección de los inversores. Por ejemplo, aumentan la transparencia para los inversores, en particular en lo que respecta a los riesgos, el rendimiento y los costes de las inversiones. Sin embargo, los inversores carecen aún de una protección suficiente contra los costes indebidos o el asesoramiento sesgado de los intermediarios financieros. En consecuencia, los inversores afrontan costes más elevados, y se les venden productos menos adecuados de lo que sería deseable.

VII La ESMA y la JERS supervisan el riesgo sistémico e informan de este. Hasta la fecha no se ha llevado a cabo un inventario de las prácticas existentes en los Estados miembros para el seguimiento del riesgo sistémico. La ESMA no ha efectuado las pruebas de resistencia con fines de supervisión necesarias, sino que ha simulado la resistencia a partir de los datos del mercado. El seguimiento eficaz de los riesgos sistémicos y de los riesgos para los inversores depende de la disponibilidad de datos adecuados. No obstante, no existe un régimen armonizado de información para los OICVM, y la información sobre los FIA no es suficientemente detallada. Hasta la fecha, la ESMA y la JERS no han sopesado plenamente la posibilidad de utilizar los datos existentes recabados por los bancos centrales, sino que se han servido de datos menos fiables facilitados por proveedores comerciales.

VIII Recomendamos que la Comisión:

- evalúe la idoneidad del marco existente para alcanzar los objetivos deseados;

- estudie la posibilidad de proponer modificaciones de la estructura de gobernanza de la ESMA; y
- optimice la recogida de datos y actualice los regímenes de información.

IX Recomendamos que la ESMA:

- mejore la eficacia de su trabajo en materia de convergencia; y
- en cooperación con la JERS, mejore la identificación de riesgo sistémico.

X La Comisión y la ESMA deben:

- proteger mejor a los inversores frente a los costes indebidos y la información engañosa.

Introducción

El mercado de fondos de inversión en Europa

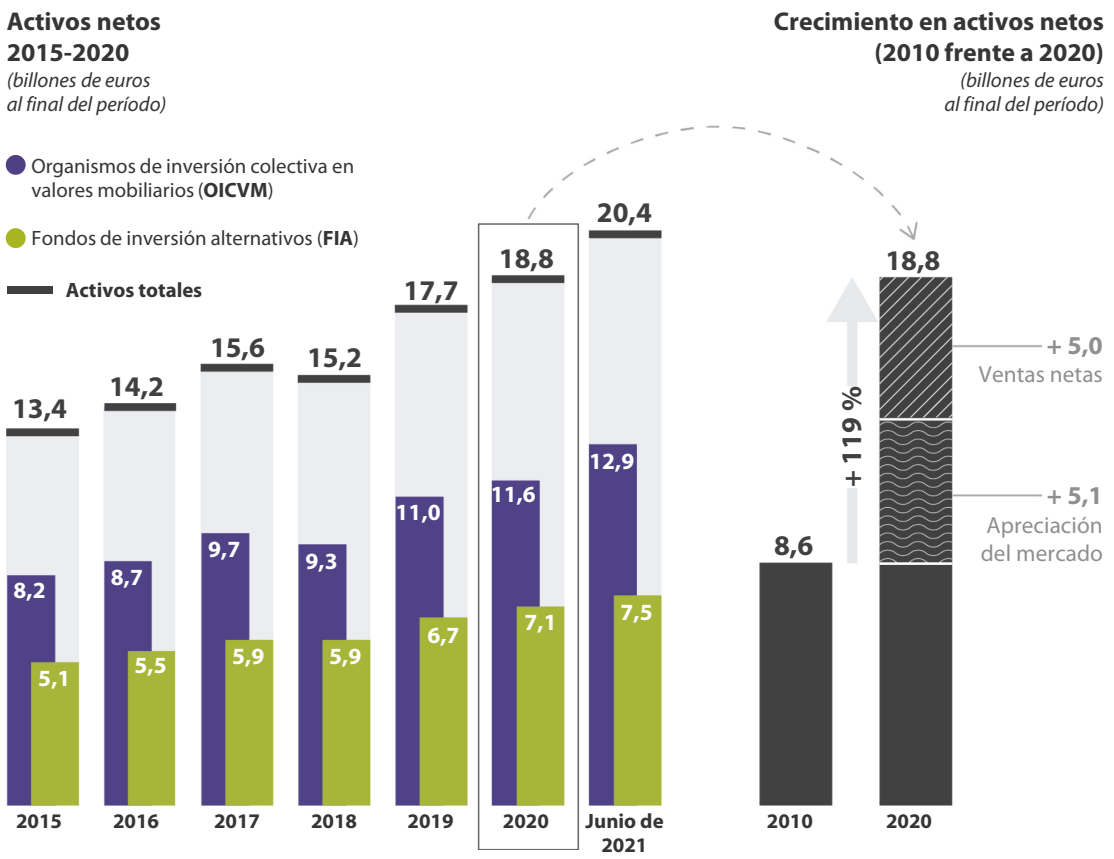
01 Los fondos de inversión reúnen el capital de los inversores y lo invierten colectivamente a través de una cartera de activos como acciones, bonos e inmuebles, con arreglo a una política de inversión definida y al principio de distribución de los riesgos. Desempeñan un papel importante en la Unión de los Mercados de Capitales, la iniciativa de la UE para conseguir que las inversiones fluyan por toda la Unión acelerando así el crecimiento, creando empleo y mejorando la autonomía de la UE. El objetivo es crear un mercado único competitivo y ofrecer a los inversores una gama más amplia de productos menos costosos, pero fiables.

02 Al final de 2020, el valor liquidativo de los 64 000 fondos de inversión domiciliados en la UE era de 18,8 billones de euros, lo que convierte a la UE en el segundo mayor mercado mundial de fondos de inversión en cuanto a activos gestionados, por detrás de los Estados Unidos. Más del 60 % de este importe (11,6 billones de euros) se invirtió en organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), dirigidos fundamentalmente a inversores minoristas. Los fondos de inversión alternativos (FIA), con un valor liquidativo de 7,1 billones de euros, comprenden todos los fondos distintos de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM): es decir, fondos de inversión inmobiliaria, fondos de capital privado, ciertos fondos del mercado monetario, fondos de cobertura y otros fondos. Este tipo de fondos se dirige principalmente a inversores profesionales.

03 Los fondos de inversión europeos han crecido de manera constante en los últimos años. Entre 2011 y 2020, su valor liquidativo se elevó en un 119 % (es decir, más de 10 billones de euros), y se registraron entradas netas cada año, ya que el valor de las nuevas adquisiciones superó continuamente los reembolsos. Aproximadamente la mitad de este crecimiento puede explicarse por las ventas netas de fondos de inversión, y la otra mitad por la apreciación del mercado (véase la ***ilustración 1***). Desde que se adoptó la Directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos (Directiva GFIA)[1] en 2011, el valor liquidativo de los FIA de la UE ha crecido a un ritmo más rápido que los OICVM, y su cuota de mercado ha crecido, pasando del 27 % de los fondos de la UE al final de 2010 al 38 % diez años después.

[1] Directiva 2011/61/UE relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos de 8 de junio de 2011.

Ilustración 1 – Activos netos de los fondos de inversión europeos por tipo de fondo (2015-2020) y su crecimiento en activos netos (2009-2020)

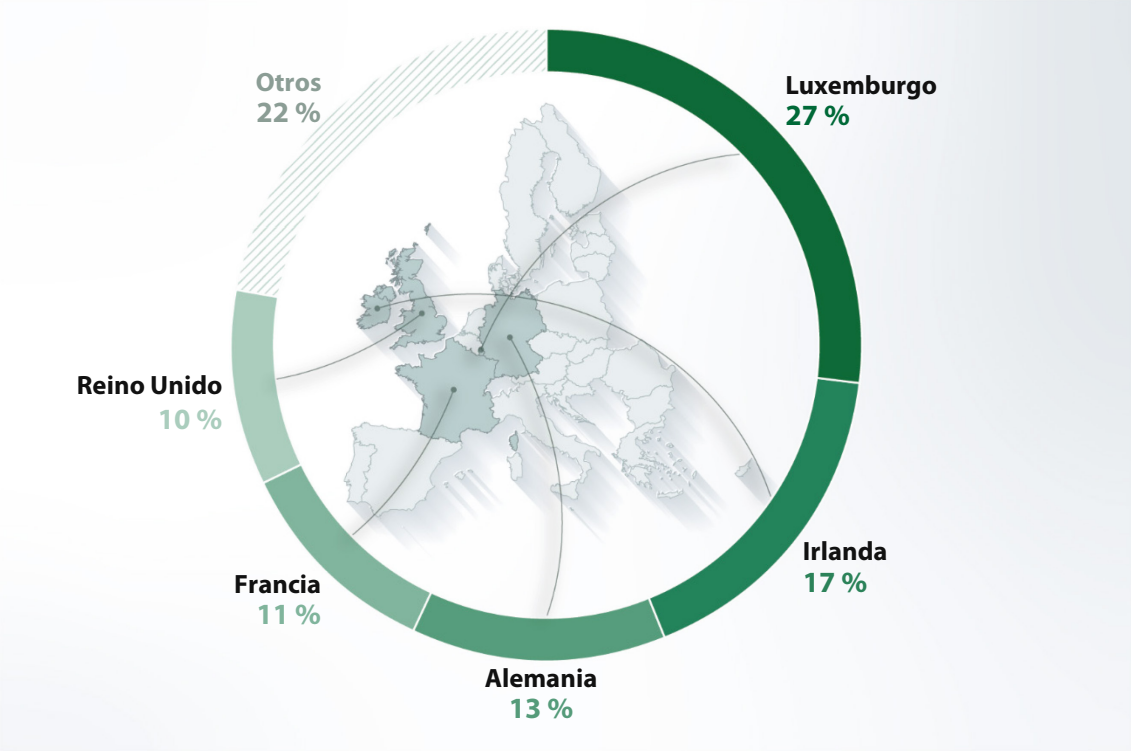


Fuente: EFAMA Fact Book 2020, p. 8.

04 Aunque el volumen de los fondos domiciliados en la UE ha aumentado, siguen siendo mucho más pequeños que sus equivalentes estadounidenses. Además, la mayoría de los gestores de activos de mayor dimensión del mundo siguen teniendo su sede en Estados Unidos. Solo dos de los 20 mayores gestores de activos del mundo tienen su sede en la UE.

05 La gran mayoría de los fondos de inversión europeos se encuentran domiciliados en unos pocos países. En 2020, casi el 80 % del total de los activos netos gestionados eran administrados por fondos en Luxemburgo (4,70 billones de euros), Irlanda (3,08 billones de euros), Alemania (2,39 billones de euros), Francia (1,97 billones de euros) y el Reino Unido (1,75 billones de euros) (véase la ***ilustración 2***). En el caso de los OICVM, más de la mitad del total de los activos netos están domiciliados en Luxemburgo o Irlanda. El 70 % de todos los activos gestionados en la UE pertenecían a fondos autorizados o registrados para su distribución en un solo Estado miembro. El 37 % de los OICVM y el 3 % de los FIA se registraron para su distribución en más de tres Estados miembros.

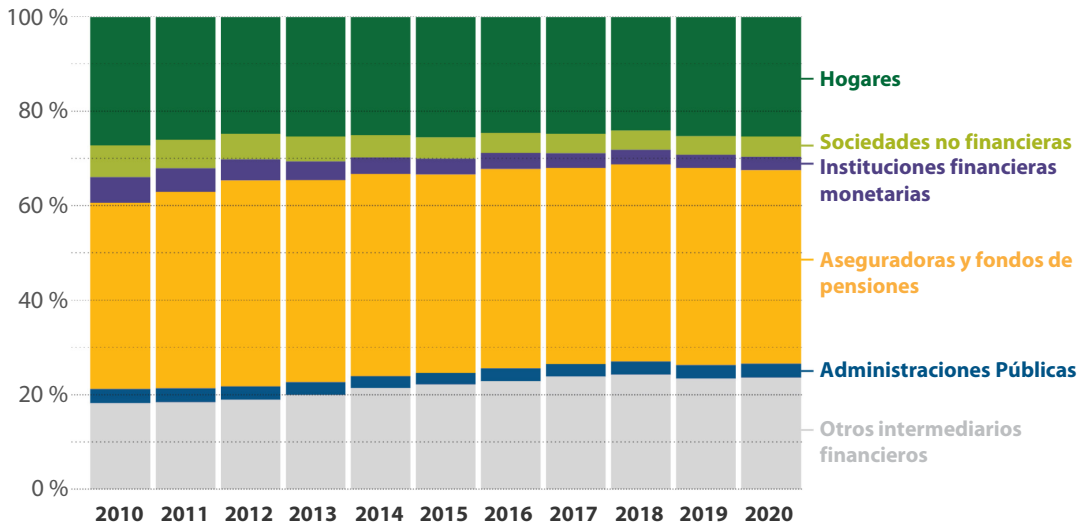
Ilustración 2 – Desglose de activos netos por domicilio en 2019 en la UE



Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo, a partir de datos de la EFAMA.

06 Los inversores institucionales poseen casi dos tercios del valor liquidativo de los fondos de inversión. Los hogares poseen directamente en torno a una cuarta parte de todos los fondos (véase la ***ilustración 3***), pero también se exponen indirectamente de manera significativa a los fondos de inversión a través de los seguros de vida y los contratos de pensiones.

Ilustración 3 – Propiedad de fondos de inversión por sector (porcentaje de participación)



Fuente: EFAMA, Fact Book 2021.

07 A pesar de los tipos de interés cercanos a cero, los hogares europeos siguen manteniendo una gran parte (37 % al final de 2020) de sus activos financieros en depósitos, en una proporción que duplica con creces la de Estados Unidos (16 %). Los fondos de inversión aumentaron su proporción del 8,3 % en 2011 al 12,1 % en 2017.

Marco regulador

08 La legislación principal es la Directiva sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (Directiva OICVM)[2], y la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (Directiva GFIA). Estas Directivas difieren en su alcance y contenido. La Directiva OICVM es un reglamento sobre productos, mientras que la Directiva GFIA se centra en los requisitos aplicables a los gestores. Ambos instrumentos son Directivas de armonización mínimas que permiten a los legisladores nacionales establecer más reglas y más estrictas que las normas mínimas estipuladas en la legislación de la UE. La Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II) establece requisitos de conducta y organización para las empresas de inversión, es decir, las instituciones que venden fondos a clientes minoristas.

09 La Directiva OICVM original se ha revisado en varias ocasiones, y la Comisión propuso una nueva modificación el 25 de noviembre de 2021 en el contexto de la revisión de la Directiva sobre los GFIA. En 2019 se introdujeron modificaciones en el marco de los OICVM y los GFIA con el objetivo de eliminar las barreras normativas a la distribución transfronteriza de fondos de inversión (el paquete de medidas transfronterizo). Por otra parte, la legislación de la UE cubre determinados tipos de fondos, como los fondos del mercado monetario (FMM).

10 Uno de los principales objetivos de la Directiva OICVM y de la Directiva GFIA es facilitar las actividades transfronterizas de los gestores de fondos y los fondos de inversión. Introdujeron pasaportes de gestión y comercialización para fondos y gestores de fondos domiciliados en la UE:

- El **pasaporte de gestión** permite que una sociedad de gestión de OICVM o un gestor de FIA (GFIA) que haya sido autorizado en un Estado miembro ejerza sus actividades en otros Estados miembros de la UE, ya sea con libertad para prestar

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

servicios, o mediante la constitución de una sucursal. Aunque esta actividad transfronteriza está sujeta a un procedimiento de notificación entre las autoridades nacionales competentes de los Estados miembros interesados, el gestor del fondo no tiene que someterse a un nuevo proceso de autorización.

- El **pasaporte de comercialización** permite que los OICVM y los FIA que hayan sido autorizados a tal efecto por una autoridad nacional competente en un Estado miembro de la UE sean comercializados en otros Estados miembros de la Unión con carácter transfronterizo, sin necesidad de obtener la autorización de las autoridades nacionales competentes de los Estados miembros de destino. Este pasaporte, en el caso de los OICVM, permite la comercialización de estos organismos a inversores minoristas e institucionales, mientras que, en el caso de los FIA, la autorización se limita a la comercialización a inversores profesionales únicamente. Al igual que con el pasaporte de gestión, la autorización se sustituye por un procedimiento de notificación entre las autoridades nacionales competentes de los distintos Estados miembros de la UE.

Responsabilidades de la UE y los Estados miembros

11 El sistema europeo de supervisión de fondos está constituido por varias partes interesadas europeas y nacionales. Los órganos de la UE son responsables del trabajo legislativo y de coordinación subyacente, cada Estado miembro se encarga de la transposición de la legislación de la UE y de la supervisión de los fondos de inversión en su territorio:

- La Comisión Europea, en particular su Dirección General (DG) de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales, es responsable de las iniciativas políticas relativas al sector financiero, incluida la propuesta de Directivas y Reglamentos.

- La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) es una agencia independiente de la UE responsable de la protección de los inversores y la promoción de unos mercados financieros estables y ordenados. Entre las responsabilidades de la ESMA figura la convergencia de la actividad supervisora y la identificación de riesgos para la estabilidad financiera y los inversores, tareas comparables a las de las otras AES con las que comparte estructuras institucionales y retos asociados.

- La Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) se encarga de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE. Colabora estrechamente con la ESMA y las demás autoridades supervisoras.

- La responsabilidad de supervisar los fondos y sus gestores recae en las autoridades nacionales competentes con arreglo a las leyes nacionales que deben atenerse a las normas mínimas establecidas por el Derecho de la UE o de la legislación de la Unión directamente aplicable. Las autoridades nacionales competentes son miembros con derecho a voto de la Junta de la ESMA y participan en las tareas de la JERS.

Alcance y enfoque de la auditoría

12 Realizamos esta auditoría para responder al gran interés público en los fondos de inversión, que revisten especial importancia para que la UE desarrolle su Unión de los Mercados de Capitales. Están expuestos a riesgos para los inversores y la estabilidad financiera. Nuestra auditoría abarca el período de 2016 a julio de 2021.

13 La auditoría examinó si la UE ha creado un verdadero mercado único para los fondos de inversión que garantice la protección de los inversores y la estabilidad financiera. También abordamos las siguientes preguntas secundarias:

- ¿Han establecido las medidas de la UE un marco regulador adecuado que propicie la creación de un verdadero mercado único para los fondos de inversión?
- ¿Han fomentado las medidas de la UE la convergencia de la actividad supervisora?
- ¿Protegen eficazmente las medidas de la UE a los inversores?
- ¿Evalúan y mitigan las medidas de la UE los riesgos para la estabilidad financiera de manera eficaz?
- ¿Disponen las autoridades de la UE de datos fiables para identificar los riesgos para la estabilidad financiera y los inversores?

14 Nuestros criterios de auditoría se basan en las normas internacionales establecidas por la OICV y en la legislación de la UE (en particular, la Directiva OICVM y la Directiva GFIA, el Reglamento FMM y el Reglamento de la ESMA). En algunos casos comparamos el mercado de la UE con el de los Estados Unidos, el mercado de capitales más desarrollado.

15 La auditoría se centró en las acciones emprendidas por los tres auditados: la Comisión, la ESMA y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). Celebramos entrevistas con personal de estas instituciones, y examinamos la documentación pertinente. Con el fin de recabar otras perspectivas, entrevistamos a representantes de cinco autoridades nacionales competentes, varias asociaciones nacionales de gestión de activos y tres organizaciones de consumidores. También nos reunimos con la Autoridad Bancaria Europea (ABE) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ). Para complementar esta información, llevamos a cabo una encuesta electrónica entre las autoridades nacionales competentes, los ministerios de Hacienda y las asociaciones de fondos de inversión en los 27 países miembros, con el fin de

obtener las opiniones de estas partes interesadas clave. No auditamos directamente a las autoridades nacionales competentes, pero sí examinamos su función como miembros de la ESMA.

Observaciones

Los objetivos de los legisladores de la UE solo se han alcanzado hasta cierto punto

Los legisladores de la UE fijan objetivos ambiciosos respecto a un mercado único de fondos de inversión

16 La Comisión y los colegisladores de la UE han establecido ambiciosos objetivos respecto a un mercado único de fondos de inversión. En 1985 se adoptó la primera Directiva OICVM con el fin de crear las condiciones necesarias para que los fondos y gestores de fondos domiciliados en un Estado miembro pudieran comercializar sus fondos en toda la UE sin supervisión en otros Estados miembros. Los colegisladores se propusieron:

- facilitar la comercialización de fondos en otros Estados miembros;
- garantizar una protección más eficaz y uniforme para los inversores; y
- aproximar las condiciones de competencia.

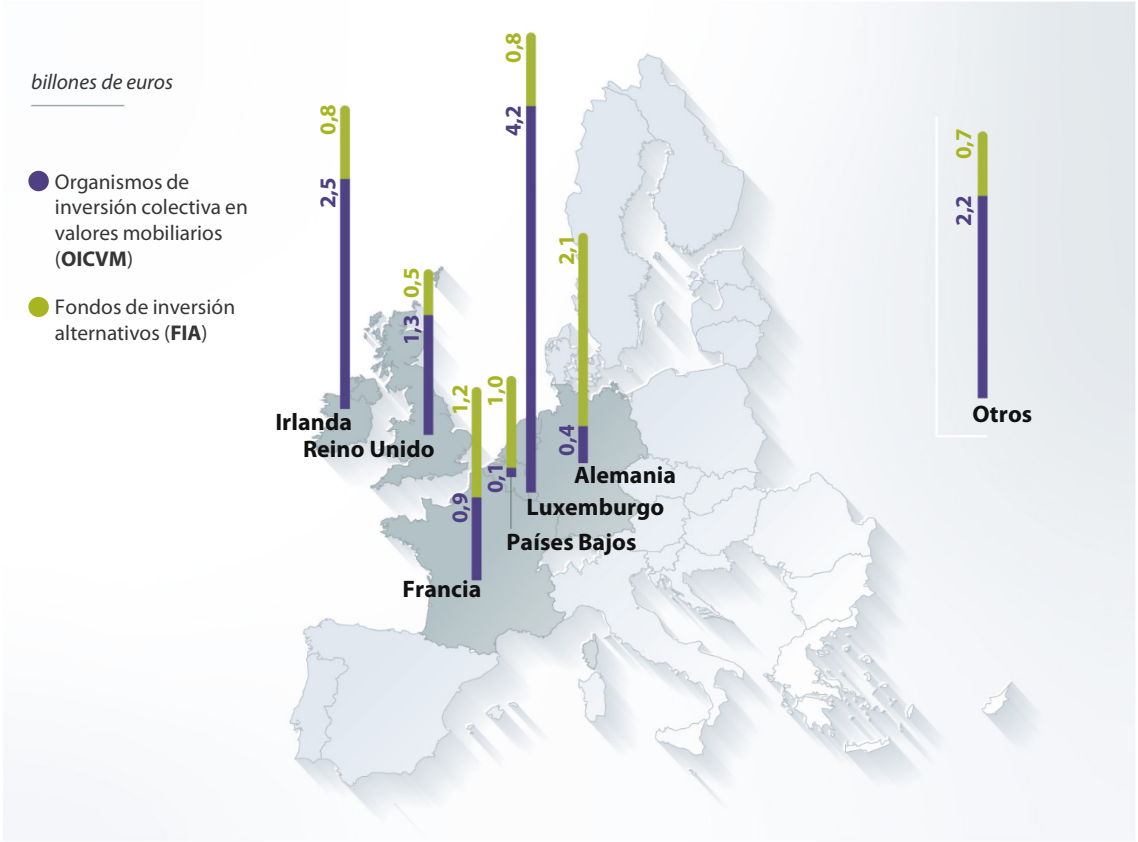
17 Se esperaba que un mercado de fondos de inversión más integrado brindara a los inversores de la UE más opciones, y creara nuevas oportunidades de negocio para el sector de los fondos. La pertinencia de estos principios generales y la importancia de garantizar unas condiciones de competencia equitativas se reiteraron cuando se adoptó la Directiva GFIA en 2013[3].

El régimen de pasaportes no ha creado un verdadero mercado único

18 El régimen de pasaportes contribuyó a la concentración de domicilios de los fondos. Las acciones de la UE han establecido pasaportes de comercialización y gestión para fondos (véase el apartado ***10***). No obstante, el mercado europeo de fondos sigue fragmentado, y la mayoría de los fondos se encuentran domiciliados en unos pocos países (véase la ***ilustración 4***).

[3] Directiva 2011/61/UE de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, considerandos.

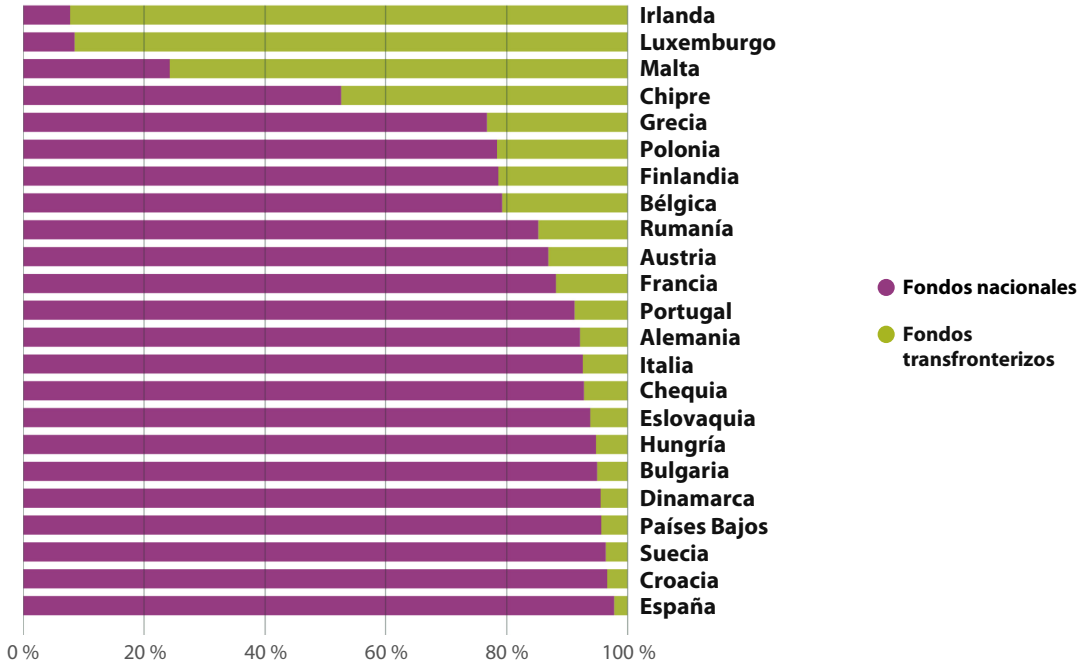
Ilustración 4 – El valor liquidativo de los OICVM y los FIA por país de domicilio (billones de euros)



Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo, a partir de datos de la Federación Europea de Fondos y Sociedades de Inversión (EFAMA).

19 En la mayoría de los Estados miembros, los fondos se distribuyen fundamentalmente en su respectivo mercado nacional. Por el contrario, los fondos domiciliados en unos pocos países se venden mayoritariamente en el extranjero (véase la ***ilustración 5***). Según la EFAMA, el 67 % de la propiedad de los fondos en Europa corresponde a fundos locales, frente al 73 % de hace diez años.

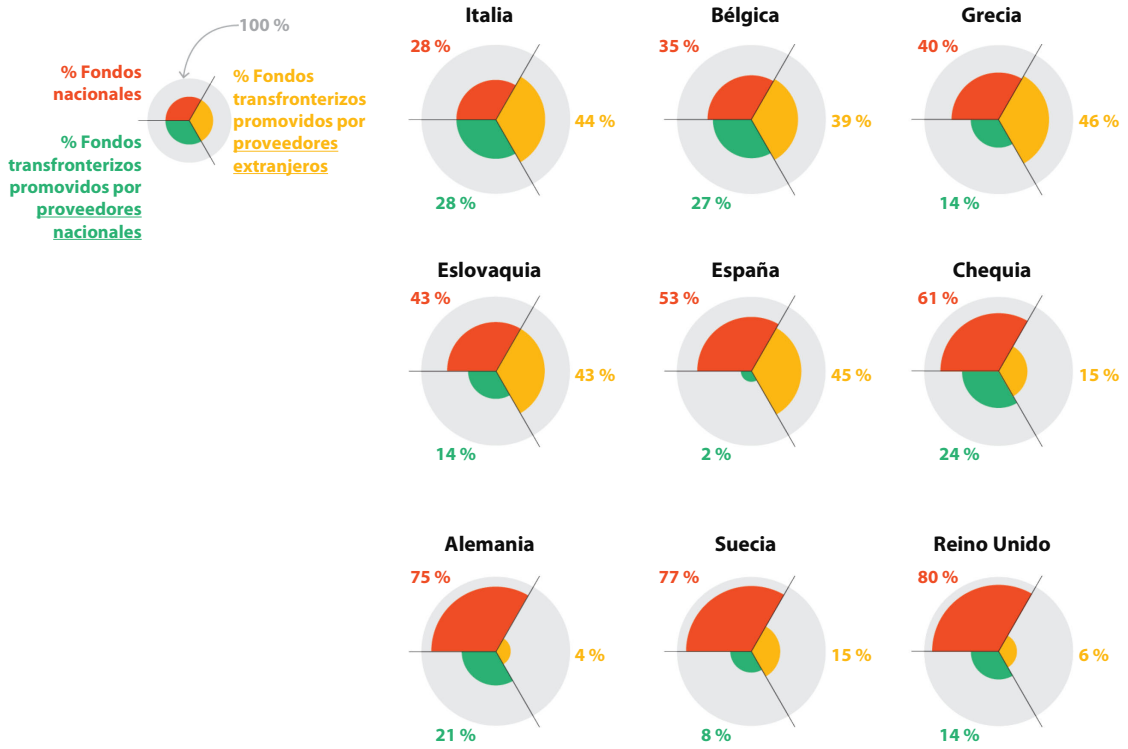
Ilustración 5 – Fondos nacionales frente a fondos transfronterizos



Fuente: EFAMA, Factbook 2021, gráfico 3.16, p. 50.

20 En varios Estados miembros de la UE, la mayoría de los fondos transfronterizos son vendidos por gestores de activos nacionales, no extranjeros. En la ***ilustración 6*** se presenta un desglose de la propiedad de fondos de inversión, incluidos los fondos transfronterizos promovidos por proveedores nacionales.

Ilustración 6 – Propiedad de fondos y fondos transfronterizos «auténticos»



Fuente: EFAMA Fact Book 2021, p. 45.

21 La Comisión denomina a este fenómeno «fondos de ida y vuelta», una categoría que no considera constituida por fondos transfronterizos «auténticos». Según la ESMA, los fondos se notifican a menudo para su comercialización transfronteriza, pero no necesariamente acaban comercializándose. Así, la comercialización transfronteriza real es más limitada de lo que sugieren las cifras. En su evaluación de impacto que acompañaba a las propuestas del paquete de medidas transfronterizo en 2018, la Comisión concluyó que los fondos de ida y vuelta no representan una verdadera profundización del mercado único, ni una ampliación de las opciones para el inversor, y consideró que los casos en los que un fondo se comercializa al menos en un Estado miembro fuera del mercado nacional de su gestor y de su domicilio constituyen una mejor indicación de la actividad transfronteriza[4].

22 Basándose en la evaluación de impacto efectuada por la Comisión que acompaña al paquete de medidas transfronterizo[5], los colegisladores identificaron enfoques

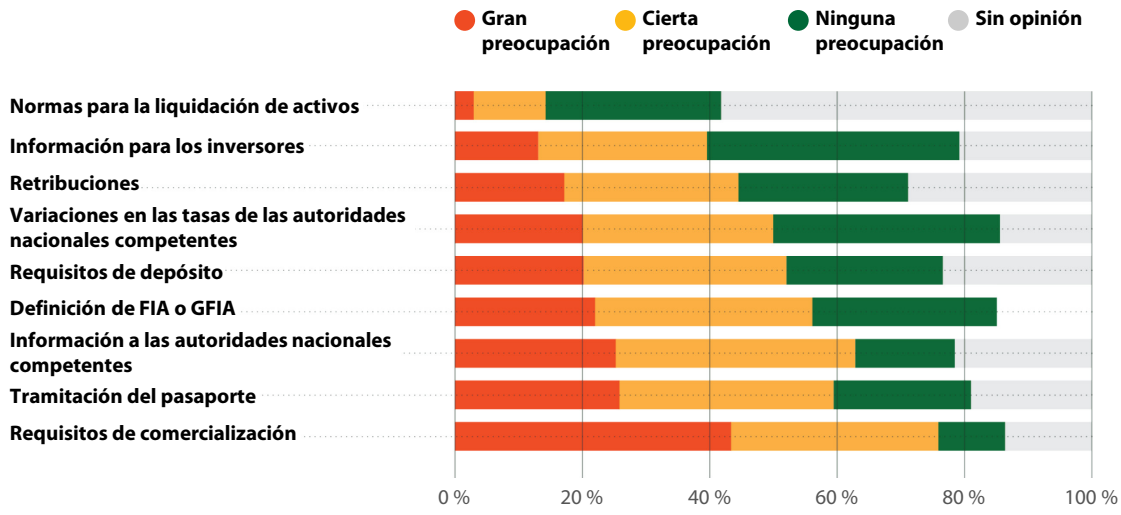
[4] SWD/2018/054 final, 12.3.2018, p. 12.

[5] SWD/2018/054 final, 12.3.2018, pp. 7 y 14.

normativos y de supervisión divergentes como motivo de la fragmentación de los mercados de fondos de la UE. También observaron que los obstáculos a la comercialización transfronteriza impedían la comercialización de fondos en otros Estados miembros[6]. En consecuencia, el paquete de medidas legislativo se centró en abordar los requisitos nacionales y las prácticas reguladoras divergentes en relación con el uso de pasaportes de la UE, incluidos los requisitos de comercialización, las tasas reglamentarias y los requisitos administrativos y de notificación.

23 Aunque los enfoques divergentes persisten, hemos observado que la Comisión no ha demostrado que las barreras de entrada al mercado resultantes sean, de hecho, la causa principal de la fragmentación del mercado y el escaso número de verdaderos fondos transfronterizos. Observamos que en un informe de 2018 sobre el funcionamiento de la Directiva GFIA, casi la mitad de los participantes encuestados declararon que dicha Directiva no se aplica de manera coherente en toda la UE. Por tanto, el problema no reside en la legislación, sino en su aplicación en los Estados miembros. Sin embargo, esta falta de coherencia no constituye una preocupación importante para la mayoría de los participantes en el informe (véase la ***ilustración 7***).

Ilustración 7 – Motivos de preocupación respecto a una aplicación incoherente de la Directiva GFIA



Fuente: Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)[7].

[6] Reglamento (UE) 2019/1156 de 20 de junio de 2019 por el que se facilita la distribución transfronteriza de organismos de inversión colectiva, considerando 1.

[7] FISMA/2016/105(02)/C, 10 de diciembre de 2018.

24 Como instrumentos legislativos utilizados por los colegisladores, las Directivas establecen normas mínimas. Las respectivas Directivas de la UE estipulan explícitamente que, como regla general, un Estado miembro de origen puede establecer normas más estrictas que las que se disponen en esta Directiva[8]. El informe de Larosière puso de relieve que las Directivas no alcanzan el nivel necesario de armonización, y recomendó evitar leyes futuras que permitan una transposición y una aplicación incoherentes[9]. La mitad de las autoridades nacionales competentes que respondieron a nuestra encuesta señalaron que las leyes en sus Estados miembros imponían de hecho normas más estrictas. Observamos que unas normas uniformes con categoría de Reglamentos podrían ser más adecuadas para crear unas condiciones de competencia equitativas en toda la UE.

25 Además, observamos que las Directivas han desencadenado una competición a la baja. La práctica de la «sobrerregulación» (es decir, el establecimiento de normas más estrictas) y nuestras conversaciones con las partes interesadas sugieren que los países que se limitan a transponer los requisitos mínimos establecidos en las Directivas cuentan con una ventaja competitiva como países de domicilio en comparación con los países que adoptan normas más estrictas. Esta situación, combinada con un régimen fiscal favorable y la posibilidad de transferir beneficios, genera fuertes incentivos para que en el sector de los fondos se practique la búsqueda de un foro de conveniencia, lo que da lugar a distorsiones de la competencia.

El impacto de las iniciativas legislativas es limitado

26 Hemos observado que el propio análisis de la Comisión reconoce la limitación a los efectos de sus propuestas legislativas. La Comisión identificó factores significativos, como la fiscalidad, la demanda local y la red de distribución, que influyen en el lugar en el que los gestores de activos deciden distribuir sus fondos de inversión, pero que no pueden abordarse mediante la legislación de la UE.

27 Además, observamos que un problema principal identificado por la propia Comisión no es el marco jurídico *per se*, sino que los países de acogida levantan barreras de entrada al mercado. La Comisión cuenta con herramientas para tratar los casos en los que los Estados miembros crean barreras de entrada al mercado, o en los

---

[8] Directiva OICVM, considerando 15, y Directiva GFIA, considerando 17.

[9] Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre la supervisión financiera de la UE, 25 de febrero de 2009, considerandos 100-109 y recomendación 10.

que las autoridades nacionales competentes pueden infringir la legislación de la UE. En concreto, como guardiana de los Tratados, puede iniciar procedimientos de infracción o de solicitar a la ESMA que inicie un procedimiento de «infracción del Derecho de la Unión». No obstante, la Comisión concluyó que los obstáculos restantes pueden abordarse con la mayor eficiencia (mediante la legislación) a escala de la UE[10].

28 Las evaluaciones de impacto, como la relativa al paquete de medidas transfronterizo, incluyen a menudo una evaluación *ex post* de las disposiciones afectadas por la iniciativa. Sin embargo, la revisión de la Directiva OICVM, prevista inicialmente para septiembre de 2017, se ha retrasado.

29 La Comisión nunca ha realizado un control exhaustivo de la adecuación del marco jurídico completo que rige los fondos de inversión. Tampoco está previsto que se efectúe un control de ese tipo en un futuro próximo. El único control de adecuación que cubría parcialmente los fondos de inversión fue el que llevó a cabo la Comisión en el período 2017-2019 respecto a los requisitos de supervisión de la UE[11].

30 La Comisión establece planes estratégicos plurianuales y planes de gestión anuales, e informa sobre la consecución de sus objetivos. Encontramos deficiencias en la medición del rendimiento de la Comisión. Por ejemplo, el principal indicador de resultados de los OICVM en el Plan estratégico 2016-2020 era la proporción de fondos OICVM transfronterizos respecto al número total de ventas en la UE. Observamos que la Comisión rebajó posteriormente el nivel en cuanto a lo que constituye un fondo transfronterizo, al pasar de al menos cinco Estados miembros en los que debe haberse vendido para recibir tal consideración, a tres.

31 El Plan estratégico 2020-2024 contiene fundamentalmente objetivos horizontales específicos e indicadores de resultados conexos. Observamos que la mayoría de los hitos y metas provisionales establecidos respecto a los indicadores de resultados en el Plan estratégico 2020-2024 no son específicos. Los indicadores deben ser pertinentes, aceptados, creíbles, fáciles de supervisar y sólidos, sobre la base del marco de control interno de la Comisión. Se utilizan términos como «aumento», «tendencia positiva» y «disminución», pero sin especificar en qué medida un aumento o una disminución se consideraría satisfactorio. Por otra parte, las metas fijadas respecto a algunos indicadores de resultados son poco ambiciosas. Por ejemplo, el descenso de los costes para los inversores minoristas ya se había alcanzado al formular la meta en cuestión.

---

[10] SWD/2018/054 final de 12.3.2018, p. 14.

[11] Comisión Europea, Fitness check of EU supervisory requirements, SWD (2019) 402 y 403.

La transposición no siempre ha sido oportuna

32 La Comisión comprueba la oportunidad, integridad y conformidad de la transposición de las Directivas por parte de los Estados miembros. Una transposición tardía o incorrecta puede impedir la creación de condiciones de competencia equitativas y obstaculizar el correcto funcionamiento del mercado único, y se supone que la Comisión debe iniciar procedimientos de infracción para instar a los Estados miembros a actuar cuando se retrasen en la adopción de las medidas necesarias.

33 En lo que atañe a la Directiva OICVM y la Directiva GFIA, solo 12 Estados miembros notificaron la transposición dentro de los plazos establecidos. Además, pasaron otros ocho años antes de que la Comisión considerara completa la transposición de la Directiva GFIA.

La ESMA ha redoblado sus esfuerzos por fomentar la convergencia de la actividad supervisora y promover una supervisión eficaz, aunque los avances son limitados.

34 Como se ha descrito anteriormente (véase el apartado ***08***), las autoridades nacionales competentes supervisan los fondos de inversión y sus gestores, así como las empresas de inversión y otros intermediarios financieros, con arreglo a la legislación nacional armonizada, pero no a normas uniformes. Así pues, los requisitos jurídicos y las prácticas reguladoras pueden seguir difiriendo de un Estado miembro a otro.

35 En este contexto, los legisladores de la UE encargaron a la ESMA las tareas de:

- contribuir a garantizar una aplicación coherente, eficiente y eficaz de la legislación de la UE aplicable; y
- fomentar la convergencia de las prácticas de supervisión para reforzar la coherencia de sus resultados en todas las autoridades nacionales competentes, con el objetivo de establecer una cultura de supervisión común[12].

36 La convergencia de la actividad supervisora no significa que se adopte un enfoque «universal», sino que debe procurarse una ejecución y una aplicación coherentes y eficaces de las mismas normas y unos planteamientos suficientemente similares respecto a riesgos parecidos. El objetivo general es procurar que se obtengan resultados comparables en materia de regulación y supervisión. Sin embargo, esto no

[12] Artículo 1 del Reglamento de la ESMA.

significa que baste con alcanzar resultados comparables, con independencia de los enfoques de supervisión utilizados.

37 El informe de Larosière destaca la importancia de la convergencia para los mercados financieros de la UE[13]. En 2014, el FMI, la Comisión y el Parlamento publicaron informes sobre el funcionamiento del Sistema Europeo de Supervisión Financiera. Reconocieron la contribución de la ESMA al establecimiento de un código normativo único, pero sugirieron que se prestara mayor atención a la convergencia de la actividad supervisora[14].

38 La Comisión también subrayó que una supervisión más eficaz y coherente es esencial para eliminar las posibilidades de arbitraje regulador, y que la ESMA desempeña un papel fundamental en el fomento de la integración del mercado de capitales[15]. Esta declaración se reiteró en el contexto de las revisiones de 2019 de los Reglamentos de la AES. Los legisladores de la UE subrayaron que «por consiguiente, es especialmente urgente seguir avanzando en la convergencia de la supervisión a fin de completar la Unión de los Mercados de Capitales»[16].

La ESMA dispone de las herramientas necesarias para promover la convergencia de la actividad supervisora

39 Para promover la convergencia, la ESMA dispone de numerosas herramientas que pueden agruparse en tres categorías: preparatorias, de ejecución, y de evaluación y corrección. En la ***ilustración 8*** se ofrece una sinopsis. La ESMA ha creado otras herramientas, como los análisis de casos y las medidas comunes de supervisión).

---

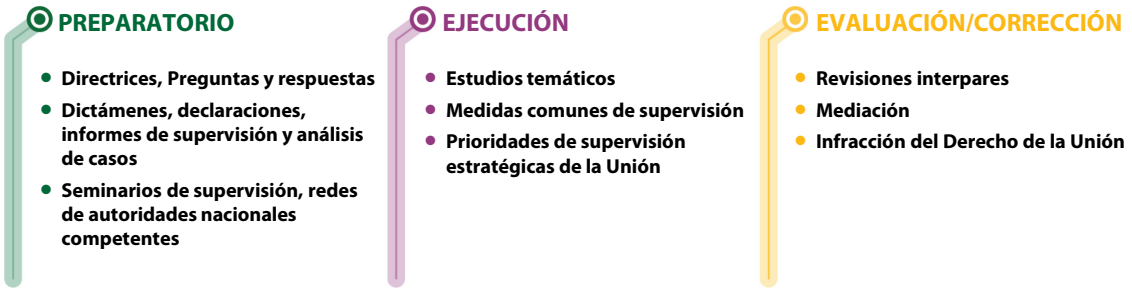
[13] Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre la supervisión financiera de la UE, 25 de febrero de 2009.

[14] ESMA Strategic Orientation 2016-2020, ESMA/2015/935, p. 3.

[15] COM(2017)292 final de 8 de junio de 2017, capítulo 4.1.

[16] Considerando 7 del Reglamento (UE) 2019/2175 de 18 de diciembre de 2019.

Ilustración 8 – Resumen de las herramientas de convergencia de la actividad supervisora de la ESMA



Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo, a partir del Reglamento de la ESMA.

La ESMA ha intensificado su trabajo de convergencia.

40 La ESMA ha redoblado sus esfuerzos en el ámbito de la convergencia de la actividad supervisora. En su Orientación Estratégica 2016-2020, la ESMA se comprometió a dedicar más recursos al fomento de la convergencia de la actividad supervisora, aclaró sus objetivos y se centró en una serie de ámbitos específicos para su trabajo al respecto. Desde entonces, ha incrementado el número de miembros de su plantilla dedicados a la convergencia en este ámbito de 5 (5,7 EJC) a 8 en 2020 (8,7 EJC).

41 En 2020, la ESMA creó un marco para la adopción de un enfoque más basado en el riesgo respecto a sus actividades de convergencia de la actividad supervisora. Un mapa de calor identifica los riesgos del mercado y los del inversor, pero contiene poca información sobre la aplicación desigual de las normas y las prácticas divergentes. Sin embargo, el mapa de calor representa un paso positivo. Ha resultado eficaz en la determinación de los ámbitos para la supervisión basada en el riesgo en el conjunto de la UE, pero no tanto en la identificación de temas para ulteriores trabajos en materia de convergencia. También observamos que la ESMA logró aplicar un enfoque más sistemático y basado en datos contrastados respecto al trabajo en lo que atañe a la convergencia.

Las pruebas de los efectos son limitadas, y no existe ningún mecanismo para medir la eficacia

La eficacia de las directrices no se ha demostrado

42 En el pasado, herramientas preparatorias como las directrices han constituido los instrumentos de convergencia más importantes de la ESMA. Las directrices están

sujetas al mecanismo basado en el principio de «cumplir o explicar», es decir, las autoridades nacionales competentes deben notificar a la ESMA si tienen intención de aplicarlas o no. La ESMA publica cuadros de cumplimiento de cada directriz, que se actualizan periódicamente[17].

43 Observamos que el cumplimiento por parte de las autoridades nacionales competentes no siempre está garantizado. Las directrices internas de la ESMA[18] exigen la verificación y la evaluación de la aplicación de las directrices. Aunque la ESMA pide cada año a las autoridades nacionales competentes que informen sobre el cumplimiento de las directrices, solo comprobó su cumplimiento real en una ocasión mediante una revisión interpares. Dicha revisión reveló que las directrices habían sido ineficaces para fomentar la convergencia de la supervisión y que, en general, las autoridades nacionales competentes solo habían cumplido de forma limitada lo que notificaban (véase el ***recuadro 1***).

Recuadro 1

Resultados de la revisión interpares de las Directrices sobre fondos cotizados y otros OICVM

La revisión interpares abarcó los seis principales domicilios de fondos de la UE y reveló que ninguno de ellos había cumplido totalmente las directrices. Dos autoridades nacionales competentes las cumplían parcial o insuficientemente. En estos países, la ESMA llegó a considerar las prácticas de supervisión contrarias a las directrices y poco coherentes con unas condiciones de competencia equitativas para los OICVM en el mercado único. En conjunto, identificó divergencias significativas en la aplicación de las directrices, y varios ámbitos en los que no se había logrado el objetivo de la convergencia de la actividad supervisora.

Las medidas comunes de supervisión han fomentado intercambios periódicos entre supervisores, y han permitido a la ESMA coordinar las actividades de supervisión de las autoridades nacionales competentes.

44 Las medidas comunes de supervisión son una herramienta de convergencia desarrollada por la ESMA, al igual que las redes de coordinación de la supervisión y los intercambios con las autoridades nacionales competentes basados en reclamaciones. La ESMA valora estas herramientas por su carácter prospectivo, y porque ayudan a

[17] ESMA Notifications of Compliance with Guidelines - Overview Table.

[18] Internal Guidance - Guidelines compliance notification process, ESMA42-110-888, apartados 35 y 38.

identificar problemas de convergencia. Ha puesto en marcha ya varias medidas comunes de supervisión relacionadas con los OICVM y la MiFID II.

45 Las medidas comunes de supervisión y las redes de coordinación son herramientas que permiten a los supervisores compartir experiencias y aprender unos de otros, lo que lleva a la conclusión de que deben contribuir a una cultura de supervisión común a lo largo del tiempo. Las medidas comunes de supervisión también ayudan a la ESMA a identificar divergencias en las prácticas de supervisión y posibles deficiencias en la supervisión que ejercen las autoridades nacionales competentes, así como a ofrecer orientación sobre la aplicación práctica de la legislación de la UE, por ejemplo, cuando determinadas autoridades nacionales competentes carecen aún de una metodología sólida.

46 Las autoridades nacionales competentes permiten a la ESMA centrar la atención de la supervisión en riesgos específicos, y promover y coordinar las actividades de supervisión. Esto puede dar lugar a una carga de trabajo elevada, lo que constituye un motivo de preocupación que plantearon varias autoridades nacionales competentes en nuestra encuesta.

Las herramientas de evaluación y corrección se han utilizado muy poco pese a su impacto potencialmente superior

47 Las revisiones interpares son una herramienta potencialmente poderosa, pero rara vez se utilizan en el ámbito de los fondos de inversión. La ESMA se propone emplearlas más en un futuro próximo, pero también destacó las limitaciones de recursos y la necesidad de mantener un equilibrio en todos los sectores bajo su mandato. Lo que distingue a una revisión interpares de otras herramientas de convergencia es que exige a la ESMA que realice y publique una evaluación formal no solo del nivel de convergencia alcanzado en lo que se refiere a las prácticas de supervisión y la ejecución de la normativa en este ámbito, sino también a la capacidad de supervisión. Permite a la ESMA emitir directrices y recomendaciones para abordar las deficiencias detectadas. Desde su creación en 2011, la ESMA solo ha llevado a cabo dos revisiones interpares de fondos de inversión: una respecto a las Directrices sobre los fondos del mercado monetario (FMM) en 2013, y otra relativa a las Directrices sobre los fondos cotizados y otras cuestiones de los OICVM, en 2018[19].

48 La ESMA dispone asimismo de dos herramientas de reparación: la mediación y los procedimientos de «infracción del Derecho de la Unión», que la facultan para

[19] ESMA/2013/476 de 15 de abril de 2013 y ESMA42-111-4479 de 30 de julio de 2018.

investigar y subsanar presuntas infracciones del Derecho de la Unión, y para resolver desacuerdos entre las autoridades nacionales competentes. Hubo un caso en el que la ESMA asistió con éxito a dos autoridades nacionales competentes en la resolución de un desacuerdo. En unos pocos casos se iniciaron investigaciones informales de infracción del Derecho de la Unión. Hubo un procedimiento formal de «infracción del Derecho de la Unión» que dio lugar a una modificación en las prácticas de las autoridades nacionales competentes.

La ESMA se enfrenta a diversos retos para utilizar sus herramientas con eficacia

49 Cuando se trata de ejercer estas competencias de manera eficiente y efectiva, la ESMA se enfrenta a varios retos. Depende de la disposición de las autoridades nacionales competentes a aportar datos, conocimientos técnicos especializados y personal que participe en el trabajo de la ESMA en materia de convergencia. Lo mismo ocurre en el caso de la ABE y la AESPJ, como han puesto de relieve nuestras auditorías de tales agencias[20]. La ESMA ha adoptado medidas encaminadas a garantizar que los participantes de las autoridades nacionales competentes cuenten con los conocimientos técnicos especializados necesarios. Sin embargo, la participación de las autoridades nacionales competentes en las actividades de convergencia de la ESMA es en gran medida voluntaria (aparte de las revisiones interpares, la mediación y los procedimientos de «infracción del Derecho de la Unión»), lo que en ocasiones dificulta la eficacia del trabajo de la Autoridad.

50 Observamos que la mayoría de las autoridades nacionales competentes participan en el trabajo de la ESMA y contribuyen al mismo, pero que algunas se muestran más reticentes. Por ejemplo, en el caso de las medidas comunes de supervisión, las autoridades nacionales competentes más pequeñas tienden a ser más activas en la presentación de casos, mientras que algunas de mayor envergadura optan por un enfoque más pasivo. Algunas autoridades nacionales competentes no respondieron a los llamamientos del personal de la ESMA para que participaran activamente y presentaran casos; por ejemplo, las que nunca habían utilizado sus facultades sancionadoras no contribuyeron a un seminario de la ESMA relacionados con esta cuestión en 2020.

51 El órgano decisorio de la ESMA está constituido por representantes de las autoridades nacionales competentes, que deben actuar en interés exclusivo del conjunto de la UE, aunque no siempre se garantiza que así sea. Si bien la propuesta de la Comisión de abordar esta cuestión de gobernanza institucional en el contexto de la

[20] Informes especiales 29/2018 y 10/2019 del Tribunal de Cuentas Europeo.

revisión de la AES se rechazó, sí se ha abordado el conflicto de intereses más evidente: las autoridades nacionales competentes no pueden seguir decidiendo la incoación de procedimientos de resolución de desacuerdos y de «infracción del Derecho de la Unión» que les afecten. De manera similar, las normas de mediación de la ESMA abordan conflictos de interés. No obstante, todas las tareas de convergencia atañen a las autoridades nacionales competentes, ya que son sus prácticas y resultados en materia de supervisión los que son objeto de las actuaciones. Así ocurre también en el caso de los esfuerzos de la ESMA por promover la eficiencia y la eficacia de la supervisión.

52 La ESMA depende de la voluntad de las autoridades nacionales competentes. Un ejemplo es el de las responsabilidades de las autoridades del país de origen y del país de acogida en un contexto transfronterizo, que constituyen un punto destacado y recurrente en el programa de convergencia de la ESMA (véase el ***recuadro 2***). La ESMA solo ha sido parcialmente eficaz en la promoción del buen funcionamiento de los pasaportes de la UE para la comercialización y la gestión y, en este sentido, no ha podido eliminar las prácticas de supervisión que crean barreras a la entrada en el mercado.

Recuadro 2

Todavía se debaten las responsabilidades de los países de origen y los países de acogida

En 2017, la ESMA y, en 2019, el Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) aclararon las normas vigentes y las funciones respectivas. En 2020 se celebraron debates adicionales en varias líneas de trabajo y se impartió un seminario. No obstante, el régimen de pasaporte, que establece que las autoridades del país de origen son las únicas responsables de supervisar a los fondos y a sus gestores, no se respeta plenamente, al tiempo que la función de las autoridades de los países de acogida se limita a garantizar el cumplimiento de las normas de conducta local.

53 También observamos que todas las cuestiones relativas a la convergencia que la ESMA destacó en su carta a la Comisión sobre la revisión de la Directiva GFIA[21] se habían abordado ampliamente en el trabajo de convergencia. Esto demuestra que la eficacia de los esfuerzos de la ESMA solo ha sido limitada.

[21] ESMA Letter on AIFM Directive Review, ESMA34-32-550, 18 de agosto de 2020.

54 Otro ejemplo es la delegación. Las Directivas OICVM y GFIA permiten a las sociedades de gestión delegar funciones en terceros. Sin embargo, según la ESMA, siguen existiendo diferencias en el grado de delegación permisible y en las funciones que pueden delegarse de los enfoques y de los resultados de la supervisión (véase el ***recuadro 3***).

Recuadro 3

Alcance de la delegación

La ESMA subrayó que la gestión de carteras en algunos Estados miembros se delega en gran medida, o incluso en su totalidad, a terceros dentro o fuera del grupo del GFIA o de la sociedad de gestión de OICVM, que puede encontrarse a su vez fuera de la UE. En estos casos, la mayoría del personal operativo que desempeña funciones de gestión de carteras/riesgos, administración y de otra índole trabaja en régimen de delegación respecto a los fondos en cuestión y, por tanto, no son empleados directamente por el GFIA o la sociedad de gestión de OICVM autorizados, según la ESMA, y una gran parte de las tasas de gestión se abonan a las entidades delegadas. Para la ESMA, tales prácticas (de mercado) en algunos Estados miembros plantean la cuestión de si tales FIA y OICVM pueden seguir siendo gestionados eficazmente por GFIA o sociedades de gestión de OICVM autorizados.

Fuente: ESMA Letter on AIFM Directive Review, ESMA34-32-550, 18 de agosto de 2020.

55 Observamos además que la ESMA se enfrenta a cierta resistencia de las autoridades nacionales competentes en sus esfuerzos por mejorar la transparencia. Publicaciones obligatorias como el Informe anual sobre sanciones o el Informe estadístico anual sobre el rendimiento y los costes de los productos de inversión minorista de la UE ofrecen información valiosa, incluidas las reflexiones sobre las diferencias entre los Estados miembros en cuanto a las realidades del mercado y la intrusión de la supervisión. Sin embargo, las autoridades nacionales competentes se muestran muy reticentes a publicar los resultados de las medidas comunes de supervisión. Los informes finales sobre las medidas comunes de supervisión nunca se han publicado.

Las autoridades nacionales competentes prefieren herramientas preparatorias menos intrusivas que no son tan eficaces

56 Anteriormente, la ESMA se valía principalmente de directrices, opiniones y documentos de preguntas y respuestas. Encontramos pruebas de que estas herramientas preparatorias no son muy eficaces para promover la convergencia de la

actividad supervisora. Últimamente, la ESMA se ha centrado más en las herramientas de ejecución, como las redes de coordinación y las medidas comunes de supervisión.

57 Casi la mitad de las autoridades nacionales competentes consideran que las herramientas más intrusivas, como los procedimientos de «infracción del Derecho de la Unión» y la mediación, no son útiles y prefieren claramente las herramientas preparatorias. Las primeras no han sido utilizadas casi nunca por la ESMA. No obstante, estas competencias le permitirían influir directamente en las acciones y los resultados de supervisión en casos concretos, o abordar casos de inaplicación o de aplicación incorrecta de la legislación de la UE.

La ESMA no dispone de ningún mecanismo para medir la eficacia.

58 Los programas de trabajo anuales de la ESMA establecen objetivos, pero principalmente describen las actividades previstas, en lugar de definir realizaciones concretas u objetivos verificables. En cuanto a las herramientas, muestran su preferencia por fomentar los intercambios entre supervisores sobre sus prácticas profesionales mediante debates sobre casos concretos de la vida real, o de las medidas comunes de supervisión. Se trata de un enfoque útil para comprender mejor las prácticas de supervisión que pueden contribuir con el tiempo al desarrollo de una cultura común de la supervisión.

59 El hecho de que los supervisores de las distintas autoridades nacionales competentes hablen entre sí, compartan experiencias y aprendan potencialmente unos de otros constituye en sí mismo un logro importante. Observamos que la ESMA obtuvo cierto éxito en el fomento de enfoques comunes y la mejora de la calidad de la supervisión en los casos en los que inició, coordinó y apoyó actividades de supervisión específicas para abordar determinados riesgos en toda la UE, por ejemplo, mediante medidas comunes de supervisión. Sin embargo, dispone de escasas pruebas de que sus actividades hayan reducido significativamente las divergencias existentes.

60 Reconocemos la complejidad de medir el impacto del trabajo de la ESMA en materia de convergencia. Sin embargo, la medición actual del rendimiento de la ESMA, centrada en los resultados (incluidos los nuevos indicadores clave del rendimiento centrados en los resultados e introducidos en 2019) no permite determinar en qué medida ha contribuido la Autoridad a reducir las divergencias existentes en las prácticas y los resultados de la supervisión. La ESMA no puede evaluar el nivel de divergencia, excepto en algunos ámbitos en los que ha llevado a cabo revisiones interpares o análisis de casos y medidas comunes de supervisión. Por otra parte, dispone de una visión incompleta de cómo las autoridades nacionales competentes la

legislación de la UE en la práctica. Dicha visión se basa en gran medida en lo que comparten las autoridades nacionales competentes. La ESMA no conoce de primera mano las actividades de supervisión de las autoridades nacionales competentes, ni dispone de acceso a pruebas reales, por ejemplo, en forma de expedientes de supervisión.

El trabajo de la ESMA ha puesto de relieve deficiencias en la supervisión y posibles distorsiones de la competencia

61 Una aplicación sólida y rigurosa de la legislación en materia de valores es fundamental para fomentar la confianza de los inversores, de acuerdo con los Principios Básicos de la OICV[22], las normas mundiales de referencia para la regulación de los mercados de valores. La Directiva OICVM y la Directiva GFIA contienen un conjunto exhaustivo de facultades reguladoras para abordar las infracciones de los requisitos reglamentarios por parte de fondos y gestores de fondos. Tales facultades comprenden desde la imposición de sanciones administrativas hasta la expedición de órdenes de cese, e incluso la retirada de licencias, y permiten una aplicación efectiva de la ley.

62 El trabajo de la ESMA pone de relieve que la calidad de la supervisión difiere entre Estados miembros. La Autoridad ha conseguido que las autoridades nacionales competentes hagan mayor hincapié en la supervisión, y ha garantizado la existencia de enfoques comunes en cuando a la recopilación de información (incluida la determinación del incumplimiento de los requisitos reglamentarios por parte del sector). El trabajo de la ESMA en materia de falsa gestión activa (*closet indexing*) y de costes y tasas, así como la medida común de supervisión de la gestión del riesgo de liquidez, constituyen buenos ejemplos.

63 Por otra parte, observamos que la ESMA ha tenido una repercusión mucho menor en las prácticas y los resultados de supervisión relativos al seguimiento de las autoridades nacionales competentes en los casos en que sus actividades pusieron de relieve el incumplimiento de los requisitos reglamentarios. Los conocimientos adquiridos por la ESMA a partir de su trabajo en materia de convergencia ponen de manifiesto escasez general de medidas de ejecución de la normativa en todas las autoridades nacionales competentes de la UE, aunque en un grado diferente.

---

[22] Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, Sección C. Principles relating to enforcement, 1, mayo de 2017. Preámbulo, p. 63.

64 Observamos que las autoridades nacionales competentes suelen mostrarse reacias a ejercer competencias formales en materia de supervisión, a pesar de los esfuerzos de la ESMA por promover su utilización. Nuestro análisis de los documentos internos de la ESMA muestra que los gestores de fondos que incumplen los requisitos reglamentarios apenas corren el riesgo de recibir una solicitud de cumplimiento expedida por la autoridad nacional competente, de que se les exija la devolución de tasas cobradas de manera ilícita, o, en el peor de los casos, de que se les imponga una pequeña multa.

65 Por ejemplo, en los informes anuales de la ESMA sobre la imposición de sanciones en el ámbito de OICVM se indica que las facultades sancionadoras no se ejercen por igual entre las autoridades nacionales competentes, y que, salvo en algunas de estas autoridades, el número y el importe de las sanciones impuestas a escala nacional son relativamente bajos[23]. En 2020, 13 autoridades nacionales competentes no impusieron sanción alguna. Las actividades de la ESMA antes referidas presentan deficiencias similares en la aplicación de la normativa.

66 En nuestro examen de los informes internos de la ESMA se pone de manifiesto que se han producido casos de falta de rigor en la aplicación de la normativa por parte de las autoridades nacionales competentes, lo que significa que no han cumplido sus obligaciones. Constatamos que la ESMA, pese a sus esfuerzos, no ha logrado fomentar la aplicación efectiva del Derecho de la Unión. En algunos casos, las autoridades nacionales competentes explicaron que los requisitos legales en su país no son lo suficientemente claros, y señalaron la existencia de problemas respecto a la transposición o la aplicación de las Directivas en los respectivos Estados miembros. En nuestra opinión, los casos podrían haberse abordado mediante procedimientos de «infracción del Derecho de la Unión», haciendo uso de la facultad de ejecución de la ESMA.

67 Uno de los objetivos de promover la convergencia de la supervisión es evitar las distorsiones de la competencia y el arbitraje regulador que se derivan de diferentes prácticas de supervisión, y garantizar que la actividad financiera no se traslade a países con una supervisión laxa. La ESMA identificó prácticas divergentes en ámbitos como el de la delegación, que pueden dar lugar a tales distorsiones.

68 Esta preocupación impulsó el trabajo de la ESMA relacionado con el Brexit. En este sentido, observamos que la ESMA ha podido establecer normas comunes de

[23] ESMA press statement.

supervisión para la autorización (también en el ámbito de la delegación) de fondos y gestores de fondos que ya no disponían de acceso al mercado único. La ESMA constituyó una Red de Coordinación de la Supervisión en la que se examinaron 250 casos concretos en distintos ámbitos sectoriales, entre los que figuraba la gestión de inversiones. Concluimos que, mediante un trabajo exhaustivo previo a la adopción de decisiones de supervisión, la ESMA contribuyó a evitar que tales distorsiones de la competencia se materializaran.

La Comisión y la ESMA han adoptado medidas para proteger mejor a los inversores, pero los costes siguen siendo elevados

69 Los productos de inversión son complejos, y puede resultar difícil compararlos o comprender plenamente los riesgos que entrañan, en particular para los inversores no profesionales (minoristas). Por tanto, se debe informar adecuadamente a los inversores minoristas de los posibles riesgos. El marco jurídico de la Unión busca reducir el riesgo de ventas inapropiadas a inversores minoristas de productos financieros que no se ajustan a sus necesidades o expectativas[24].

La legislación de la UE contiene muchas medidas para proteger a los inversores

70 La legislación de la UE para proteger a los inversores se concreta en un gran número de Reglamentos, Directivas, actos delegados de la Comisión y directrices de la ESMA. Algunas de estas medidas se incluyen en la Directiva OICVM y la Directiva GFIA, y otras en la MiFID o el Reglamento MIF y en los PRIIP.

71 Para el inversor minorista, el marco de la UE ofrece un alto grado de protección al tiempo que reduce inherentemente la capacidad de los inversores para invertir en fondos no pertenecientes a la UE, que a menudo tienen costes más bajos.

72 Todas las autoridades nacionales competentes y asociaciones de gestión de activos entrevistadas se mostraron de acuerdo, o muy de acuerdo, en que el marco regulador de la UE ha sido eficaz para promover un alto nivel de protección para los inversores. Sin embargo, una minoría significativa de autoridades nacionales competentes, incluidas las de algunos de los principales domicilios de OICVM,

[24] Apartado 48 de la Resolución del PE de 8 de octubre de 2020.

opinaban que los inversores minoristas en fondos OICVM todavía no se encuentran suficientemente protegidos frente a los riesgos de

- divulgación insuficiente o incorrecta de las implicaciones fiscales (39 %);
- costes y tasas excesivos (34 %);
- valoración incorrecta de los activos (26 %);
- divulgación insuficiente o incorrecta de la asignación de activos (18 %).

Pese a las medidas de la UE, la transparencia sigue siendo un problema

Los inversores pueden acceder ahora a más información sobre los OICVM

73 La Directiva OICVM exige a estos organismos que publiquen tres informes: un folleto, un informe anual y un informe semestral[25]. En su control de adecuación de 2019 de los informes de supervisión[26], la Comisión determinó que, aunque la Directiva OICVM exige un contenido mínimo de estos documentos, gran parte de su formulación sigue quedando a la discreción de las autoridades nacionales competentes. Esto significa que los informes pueden variar de un Estado miembro a otro.

74 El documento de datos fundamentales para el inversor (DDFI), que se introdujo en 2011, tiene por objeto ofrecer a los inversores minoristas una mejor información y contenidos más fáciles de entender, además de facilitar las comparaciones entre productos. El Reglamento sobre los datos fundamentales para el inversor[27] exige que el DDFI contenga las características esenciales de los OICVM de las que debe informarse a un inversor, y que facilite a los inversores (potenciales) información precontractual precisa, imparcial, clara y no engañosa.

75 La precisión y la fiabilidad de la información revelada en los DDFI se ponen en tela de juicio. El Banco Central de Irlanda[28] determinó la existencia de casos en los que el

---

[25] Artículos 68 a 74 de la Directiva 2009/65/CE.

[26] SWD(2019) 402 final.

[27] Reglamento (UE) n.º 583/2010 de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por el que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los datos fundamentales para el inversor.

[28] Banco Central de Irlanda, «Thematic review of closet indexing» (carta al sector de 18 de julio de 2019).

apartado sobre rentabilidad histórica del DDFI no contenía los valores de referencia pertinentes. En 2019, la ESMA publicó preguntas y respuestas sobre la revelación de valores de referencia para aclarar estas cuestiones.

76 Como señalaron algunos encuestados por el Tribunal de Cuentas Europeo, la información sobre costes en el DDFI actual es incompleta, y podría inducir a error a los inversores al hacerles creer que los costes son inferiores a los reales. En particular, los costes de transacción no se incluyen en la ratio de gastos totales.

77 El Reglamento sobre los PRIIP[29], que entró en vigor en 2018, introdujo un documento de datos fundamentales (DDF) uniforme aplicable a una amplia gama de productos de inversión minorista. No obstante, los OICVM y los FIA quedaron temporalmente exentos de este requisito. Tras prolongadas consultas con las partes interesadas, el Comité Mixto de las AES alcanzó un compromiso sobre la inclusión de la rentabilidad histórica en el DDF en enero de 2021, y la Comisión adoptó un Reglamento delegado en septiembre de 2021.

La ESMA ha dotado de mayor transparencia a los costes y las tasas, pero persisten los problemas con los datos

78 Desde 2019, la ESMA ha publicado un informe anual sobre la rentabilidad y los costes de los productos de inversión minorista de la UE. Su objetivo es alertar a los inversores sobre el impacto significativo de los costes en los rendimientos finales de sus inversiones. El informe de la ESMA ofrece una buena visión general de la rentabilidad y los costes de los distintos tipos de fondos, pero adolece de varias deficiencias:

- Informa de los costes por clase de activo (renta variable/bonos/mixtos/alternativos), por tipo de gestión (activa o pasiva) y por domicilio del fondo, pero no por país de distribución, lo que hace difícil evaluar si el mercado único ha reducido las diferencias de costes entre mercados nacionales.

- Existe un desglose limitado (p. ej., honorarios de gestión) o nulo (p. ej., distribución, incentivación) de los costes por tipo. Esto está relacionado con la falta de datos detallados disponibles y la dependencia de las encuestas realizadas con las autoridades nacionales competentes, y limita las explicaciones de los

[29] Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros.

motivos por los que los costes son más elevados en algunos domicilios de fondos que en otros.

- El informe se basa en datos de más de un año de antigüedad, y lo mismo puede decirse del informe anual de la ESMA sobre FIA.

79 En sus anexos metodológicos, la ESMA señala que «la ausencia de datos pertinentes sobre la regulación obstaculiza estructuralmente una evaluación de la rentabilidad y el coste de los productos de inversión en el ámbito de competencias de la ESMA:

- Los datos sobre los fondos OICVM no son accesibles a escala de la UE, y los datos disponibles comercialmente proporcionan un nivel limitado de desglose y precisión;

- Los datos sobre la regulación de la Directiva GFIA no incluyen datos acreditativos desglosados sobre los costes de los fondos».

La ESMA y la Comisión no han creado aún herramientas de comparación para los inversores minoristas.

80 Si bien se ha insistido en proporcionar a los inversores información suficiente sobre cada fondo, sigue siendo difícil obtener una visión general de todos los fondos ofrecidos y comparar productos. El Parlamento Europeo[30] ha solicitado «iniciativas específicamente dirigidas a los inversores minoristas, también para facilitar el desarrollo de herramientas de comparación a escala de la Unión independientes y basadas en la web, con el fin de ayudar a los inversores minoristas a determinar los productos más apropiados en términos de riesgo, rentabilidad de la inversión y valor para sus necesidades y preferencias particulares».

El blanqueo ecológico representa un riesgo creciente

81 Un número creciente de OICVM se comercializan como fondos ASG (según factores ambientales, sociales y de gobernanza (en adelante), lo que genera el riesgo de un «blanqueo ecológico». El Reglamento relativo a la divulgación de información sobre finanzas sostenibles se aplica a los fondos de inversión; su objetivo es aumentar

[30] Resolución del Parlamento Europeo, de 8 de octubre de 2020, sobre el desarrollo de la unión de los mercados de capitales (UMC): mejora del acceso a la financiación en los mercados de capitales, en particular por parte de las pymes, y refuerzo de la participación de los inversores minoristas (2020/2036(INI)).

la transparencia y luchar contra el blanqueo ecológico. Dado que la mayoría de las obligaciones en materia de divulgación entraron en vigor el 10 de marzo de 2021, es demasiado pronto para evaluar su repercusión. Sobre la base de su respuesta a la consulta de la Comisión sobre la estrategia renovada de finanzas sostenibles, la ESMA ha solicitado recientemente una acción legislativa relativa a las calificaciones y las herramientas de evaluación de los criterios ASG[31].

82 Actualmente, el mercado de las calificaciones ASG y otras herramientas de evaluación no está regulado ni supervisado. Si se combina con las crecientes exigencias normativas respecto a la consideración de la información ASG, aumentan los riesgos de blanqueo ecológico, asignación inadecuada de capital y venta abusiva de productos.

La ESMA, la Comisión y las autoridades nacionales competentes han contribuido a introducir una tendencia a la baja de los costes de los OICVM.

Los costes siguen siendo elevados

83 Tras mantenerse estables a un nivel elevado durante muchos años, los costes de los OICVM han disminuido ligeramente desde 2017. Sin embargo, siguen siendo mucho más altos que los de los fondos domiciliados en Estados Unidos. Esta diferencia suele atribuirse al menor volumen de los fondos en la UE (véase el apartado ***04***) y a la menor cuota de mercado de fondos de gestión pasiva y cotizados (8,3 %). Entre otros, los fondos domiciliados en Luxemburgo e Irlanda cobran costes superiores a la media[32].

84 Los fondos de renta variable gestionados activamente superaron por poco a los fondos gestionados pasivamente en términos brutos, pero obtuvieron un rendimiento neto inferior debido a los mayores costes. Gracias a las economías de escala en la gestión de los fondos, la ESMA determinó que los fondos de mayor dimensión registran menores costes. En el caso de los fondos de renta variable, los costes fueron, como promedio, del 1,4 % en el caso de los fondos de mayor dimensión, y del 1,8 % en el de los de menor cuantía.

---

[31] Carta del Presidente de la ESMA, Steven Maijoor, a la Comisaria Mairead McGuinness, 28 de enero de 2021, ESMA30-379-423.

[32] Performance and Costs of EU Retail Investment Products ESMA Annual Statistical Report 2021.

La práctica de la falsa gestión activa ha disminuido, pero persiste

85 Una encuesta de la ESMA iniciada en 2019 puso de relieve que sigue existiendo divergencia en el modo en que se interpreta el concepto de «costes indebidos» en toda la UE, y en el enfoque de la supervisión respecto a las disposiciones relacionadas con los costes. Según la ESMA[33], esta falta de convergencia no solo deja margen para el arbitraje regulador y puede obstaculizar la competencia en el mercado de la UE, sino que también puede dar lugar a diferentes niveles de protección de los inversores, dependiendo del lugar en el que esté domiciliado el fondo.

86 La falsa gestión activa es una práctica que consiste en que los gestores de activos afirman gestionar sus fondos de forma activa, con el objetivo de superar al índice de referencia. Sin embargo, en realidad, se mantienen muy cerca de un valor de referencia, lo que requiere menos intervención del gestor de inversiones. Tienden a cobrar comisiones de gestión más altas que los fondos de gestión pasiva[34]. El análisis realizado por la ESMA hace cinco años indicaba que entre el 5 % y el 15 % de los fondos de renta variable de la UE que afirman ser de gestión activa podrían en realidad replicar un índice (véase asimismo el ***recuadro 4***). Las cifras más recientes de 2020 indican que esa proporción se ha reducido a entre el 2 % y el 6 %.

[33] ESMA, Supervisory briefing on the supervision of costs, 2020.

[34] ESMA Statement, Supervisory work on potential closet index tracking, 2 de febrero de 2016, ESMA/2016/165. Véase también la TRV n.º 1/2021.

Recuadro 4

Falsa gestión activa

En el período 2018-2019, el Banco Central de Irlanda llevó a cabo una revisión temática de la falsa gestión activa[35], sobre todos los fondos de OICVM autorizados irlandeses clasificados como de gestión activa. Entre las conclusiones principales de la revisión figuran las siguientes:

- Los inversores no siempre han recibido información suficiente o precisa sobre la estrategia de inversión del fondo en el folleto y el DDFI.
- Casos de deficiencias en la gobernanza y los controles.
- Casos en los que el fondo tuvo una rentabilidad fijada como objetivo respecto a un índice inferior a la comisión cobrada, lo que implica que la comisión anulará cualquier rentabilidad lograda.
- En algunos casos, en el apartado de rentabilidad histórica del DDFI, no se incluyó ningún comparador, lo que significa que los inversores en estos fondos no pudieron determinar si el fondo representaba un valor adecuado en relación con su valor de referencia.

87 En 2021, la ESMA puso en marcha una medida común de supervisión de los costes con el objetivo de investigar si los gestores de fondos: (1) cumplen las disposiciones de divulgación relacionadas con los costos al llevar a cabo sus actividades empresariales con la debida competencia, cuidado y diligencia y en beneficio del fondo que administran; (2) actúan de manera honesta y justa; y (3) no cobran a los inversores costes indebidos[36]. Las medidas comunes de supervisión afectan a los OICVM y a los FIA comercializados a inversores minoristas, y debe verificar si los gestores han adoptado políticas de precios que permitan una identificación y cuantificación inequívocas de todos los costes cargados al fondo, así como si las políticas se aplican correctamente en la práctica. Los resultados se esperan a principios de 2022.

La UE no ha adoptado suficientes medidas contra los incentivos

88 Que los posibles inversores en fondos estén bien protegidos y en condiciones de elegir la inversión que mejor se adapte a sus necesidades depende no solo de los

[35] Banco Central de Irlanda, «Thematic review of closet indexing».

[36] ESMA 34-45-970, «CSA methodology on costs and fees».

requisitos impuestos a los fondos y a los gestores de fondos, sino también del asesoramiento que reciban de sus intermediarios financieros.

89 Hasta la mitad de los costes corresponden a incentivos, que siguen estando permitidos en la mayoría de los Estados miembros. La legislación[37] solo dispone que los incentivos no deben crear un conflicto de intereses y que deben divulgarse. Deben diseñarse para mejorar la calidad del servicio pertinente al cliente, y no deben menoscabar el cumplimiento de la obligación de la empresa de actuar de manera honesta, justa y profesional con arreglo a los intereses de sus clientes. Algunos Estados miembros, como los Países Bajos, han introducido una prohibición de los incentivos, que representan en torno a la mitad de los costes recurrentes de numerosos OICVM.

90 La Comisión señaló que el modelo de distribución en Europa continental sigue basándose en gran medida en el modelo de remuneración basado en comisiones, con bancos y aseguradoras como los distribuidores más habituales entre los clientes finales[38]. El estudio también muestra que en los países que han introducido una prohibición de los incentivos, los cargos actuales de bonos, acciones y fondos mixtos son mucho menores. Dado que las comisiones constituyen el principal factor impulsor, los fondos de gestión pasiva (incluidos los fondos cotizados), que rara vez cobran comisiones, han sido tradicionalmente ignorados por los bancos, poco dispuestos a comercializar productos con bajas comisiones[39].

91 En su Asesoramiento técnico a la Comisión de marzo de 2020[40], la ESMA no adoptó una posición clara respecto a una prohibición completa de los incentivos a todos los servicios de inversión objeto de la MiFID. Las organizaciones de consumidores que entrevistamos apoyan tal prohibición. La Comisión examina actualmente esta cuestión en el contexto de su estrategia de la UE para los inversores minoristas.

---

37 Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros.

38 Comisión Europea, Distribution systems of retail investment products across the EU, final report, 2018, p. 26.

39 Apostolos Thomadakis, The European ETF Market: What can be done better?, ECMI Commentary, No 52, 24 de abril de 2018.

40 ESMA's Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II, 31 de marzo de 2020, ESMA 35-43-2126.

92 En 2017, un contratista privado llevó a cabo adquisiciones simuladas en nombre de la Comisión y constató que en cada Estado miembro, los asesores no independientes de bancos y compañías de seguros proponen casi exclusivamente productos internos (uno en concreto o una selección de unos pocos)[41]. Por otra parte, la mayoría de los asesores automatizados suelen recomendar fondos cotizados. Un ejercicio de compra simulada realizado por la autoridad nacional competente francesa mostró que productos como los fondos cotizados (u otros fondos de inversión de bajo coste) no se proponen a los inversores minoristas, a pesar de que aparentemente corresponden a sus necesidades de inversión[42].

La identificación de riesgos sistémicos requiere nuevos avances

93 Se entiendo por riesgo sistémico un riesgo de perturbación del sistema financiero, que puede tener repercusiones negativas graves sobre el mercado interior y la economía en general. La ESMA está obligada, en colaboración con la JERS[43], a desarrollar un enfoque y unos criterios comunes para identificar y medir el riesgo sistémico que plantean los principales participantes en los mercados financieros, así como un régimen adecuado de pruebas de resistencia que permita la evaluación del riesgo sistémico. Los participantes en los mercados financieros que presenten un riesgo sistémico estarán sujetos a una supervisión reforzada.

La evaluación y el seguimiento de los riesgos sistémicos se encuentran en una etapa temprana de su desarrollo

94 Ni la ESMA ni la JERS llevaron a cabo un inventario de las prácticas existentes en los Estados miembros para supervisar el riesgo sistémico. Sin embargo, las autoridades nacionales competentes están representadas en la gobernanza de la ESMA y de la JERS, así como en los grupos de trabajo técnicos.

---

[41] Comisión Europea, Distribution systems of retail investment products across the EU, informe final, 2018, p. 22.

[42] AMF: Risk and Trend Mapping No 17, 2016 Risk Outlook.

[43] La JERS se creó en 2009 y se le encargó la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la UE, con el fin de contribuir a la prevención o la atenuación de los riesgos sistémicos para la estabilidad financiera.

95 El Consejo de Estabilidad Financiera[44] identificó las siguientes categorías de riesgo sistémico:

- desajuste de liquidez entre los activos de los fondos de inversión y las condiciones de rescate;
- apalancamiento en los fondos de inversión;
- riesgo operativo;
- riesgos derivados de las actividades de préstamo de valores[45].

96 Determinamos que la primera categoría está cubierta por las directrices de la ESMA, y ha comenzado la supervisión en el contexto del ejercicio de simulación de perturbaciones financieras (véanse los apartados ***104*** a ***106***). La segunda categoría la cubren las directrices relativas a los FIA, mientras que el riesgo de apalancamiento de los OICVM lo limita el marco legislativo. La ESMA elaboró asimismo un proyecto de manual sobre análisis de riesgos dirigido a las autoridades nacionales competentes y relativo a los FIA. Por otra parte, la JERS emitió dos recomendaciones referidas a ciertos elementos de las dos primeras categorías de riesgo[46] y concluyó que, en general, la ESMA las cumple plenamente. Las correspondientes Recomendaciones de la JERS de 2017 (plazo de ejecución: 31.12.2020) sobre cambios legislativos (por ejemplo, herramientas de gestión de liquidez, desajustes de liquidez e informes de OICVM) no han sido abordadas aún por la Comisión. La Comisión nos informó de que propondría las modificaciones legislativas en el marco de la revisión en curso de la Directiva GFIA.

97 El marco legislativo contiene disposiciones generales sobre gestión de riesgos y continuidad empresarial[47]. Sin embargo, las directrices actualizadas de la ESMA no

---

[44] El Consejo de Estabilidad Financiera es un organismo internacional encargado de supervisar y formular recomendaciones acerca del sistema financiero mundial.

[45] Consejo de Estabilidad Financiera (12 de enero de 2017): Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities.

[46] ESRB/2017/6 y ESRB 2020/4.

[47] Como el artículo 57, apartado 3, del Reglamento Delegado (UE) 231/2013 por el que se complementa la Directiva GFIA (Reglamento de nivel 2 de la AIFMD) y el artículo 4, apartado 3 de la Directiva 2010/43/UE de la Comisión (Directiva OICVM de nivel 2).

abarcan el riesgo operativo (incluida la continuidad de las actividades, la transferencia de activos de clientes en condiciones extremas, y el riesgo para la reputación).

98 En 2017, el Consejo de Estabilidad Financiera recomendó que los supervisores llevaran a cabo un seguimiento de las indemnizaciones proporcionadas por los agentes/prestamistas para identificar los riesgos o el arbitraje regulador que pudieran afectar negativamente a la estabilidad financiera[48]. Dichos servicios no figuran en el marco de la Directiva GFIA y de la Directiva OICVM.

99 El trabajo de evaluación de riesgos relativo a los fondos de inversión llevado a cabo por la ESMA se refleja fundamentalmente en cuatro informes esenciales:

- un cuadro de control de riesgos (publicado dos veces al año);
- un informe sobre tendencias, riesgos y vulnerabilidades (TRV);
- un informe estadístico anual (IEA) sobre la rentabilidad y los costes de los productos de inversión minorista de la UE;
- un informe estadístico anual sobre los fondos de inversión alternativos de la UE.

100 Aunque el cuadro de control de riesgos de la ESMA utiliza un conjunto exhaustivo de indicadores y ofrece un análisis breve y conciso, observamos que no detalla sistemáticamente los riesgos relacionados con cada país que, a su vez, podrían utilizarse con fines macroprudenciales.

101 Hemos observado que el informe de seguimiento del riesgo de la intermediación financiera no bancaria de la JERS proporciona un análisis adecuado del sector de los fondos de inversión mediante el uso de enfoques basados en entidades, actividades y productos para ofrecer un desglose preciso de los fondos por tipo. Aunque los tipos de fondos y los activos se detallan por país, los riesgos no.

[48] Consejo de Estabilidad Financiera (12 de enero de 2017): Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities, recomendación 14.

102 Concluimos que una visión más completa y la fiabilidad del análisis están limitadas por las siguientes restricciones:

- falta de disponibilidad/usabilidad de algunos datos sobre los FIA (véanse los apartados ***121*** y ***123***);
- retrasos en el uso de los datos de los FMM/dificultades en el uso de los datos de la Directiva GFIA (véanse los apartados ***111*** y ***121*** a ***122***).

No existen pruebas de resistencia con fines de supervisión y, aunque se han iniciado los trabajos al respecto, el seguimiento de la simulación es insuficiente

103 Las pruebas de resistencia con fines de supervisión deben identificar los fondos que suponen un riesgo sistémico y reconocer los patrones de tales riesgos para garantizar su mitigación[49]. La ESMA está autorizada, en colaboración con la JERS, a iniciar y coordinar pruebas de resistencia a escala de la UE para evaluar la resiliencia de los participantes en los mercados financieros frente a una evolución adversa de los mismos.

104 La ESMA no ha llevado a cabo aún una prueba de resistencia con fines de supervisión respecto a los fondos de inversión, aunque sí llevó a cabo una simulación de crisis en 2019 con el fin de evaluar la resiliencia del sector de los fondos de la UE y de identificar posibles vulnerabilidades. La simulación se aplicó a 6 600 fondos OICVM de renta fija, con un valor liquidativo total de 2,49 billones de euros[50]. Se aplicó un *shock* de reembolso a los fondos y se simuló el impacto en el mercado. Se utilizaron datos comerciales, ya que la ESMA consideraba que los datos de las autoridades nacionales competentes eran demasiado heterogéneos.

105 El marco de simulación de crisis constituye un buen punto de partida. Las herramientas actuales, la infraestructura técnica y la calidad de los datos presentan deficiencias. No se llevó a cabo un seguimiento sistemático de los resultados de la simulación de crisis: estos se compartieron con 11 autoridades nacionales competentes de forma voluntaria, pero solo cinco optaron por mantener un debate de seguimiento con la ESMA. Una autoridad nacional competente con un importante sector de fondos no deseaba mantener un debate de seguimiento con la ESMA. En el

---

[49] Artículo 22, apartado 2, y artículo 23, del Reglamento de la ESMA.

[50] ESMA Economic Report: Stress simulation for investment funds 2019, 2019.

contexto de los informes estadísticos anuales, la ESMA también envió a las autoridades nacionales competentes listas de fondos que presentaban riesgos, pero no se produjo un seguimiento específico ni se llevó a cabo un ejercicio «de enseñanzas extraídas» sobre la base de la información facilitada.

106 En mayo de 2020, la JERS recomendó que la ESMA abordara el riesgo de liquidez de los fondos de inversión[51]. La ESMA atendió esta recomendación en su informe de noviembre de 2020, y se utilizó el marco de la simulación de crisis en este contexto. Todos los resultados se compartieron con las autoridades nacionales competentes en diciembre de 2020, incluidas las identidades de fondos considerados potencialmente peligrosos. Seis meses después, el personal de la ESMA acordó con los miembros del IMSC informar sobre las medidas de seguimiento adoptadas por las autoridades nacionales competentes, incluida la lista de fondos potencialmente peligrosos. Las autoridades nacionales competentes tuvieron que informar a la ESMA en octubre de 2021 con una respuesta exhaustiva. A pesar de esta pausa, se trata de una mejora importante. Los nombres concretos de los fondos considerados potencialmente peligrosos no se compartieron con la JERS.

107 El trabajo conceptual para la realización de pruebas de resistencia siguiendo un enfoque descendente[52], así como un modelo global que refleje la interconexión entre los sectores de la banca, de los fondos y de los seguros para ofrecer una visión global del riesgo sistémico, no han dado lugar hasta la fecha a un plan de proyecto sistemático en la ESMA. Dicho trabajo también podría abarcar los fondos de alto riesgo y los fondos no supervisados en la UE[53], pero representan una amenaza para el sistema financiero.

Las directrices internas para las pruebas de esfuerzo son adecuadas, pero los resultados de estas pruebas no se utilizan eficazmente

108 Una prueba de resistencia de liquidez para fondos de inversión tiene por objeto evaluar la resiliencia de estos a escala individual o sectorial frente a crisis de rescate. Las pruebas de resistencia pueden ser realizadas por los propios fondos (pruebas de resistencia internas) o por el supervisor (pruebas de resistencia con fines de

---

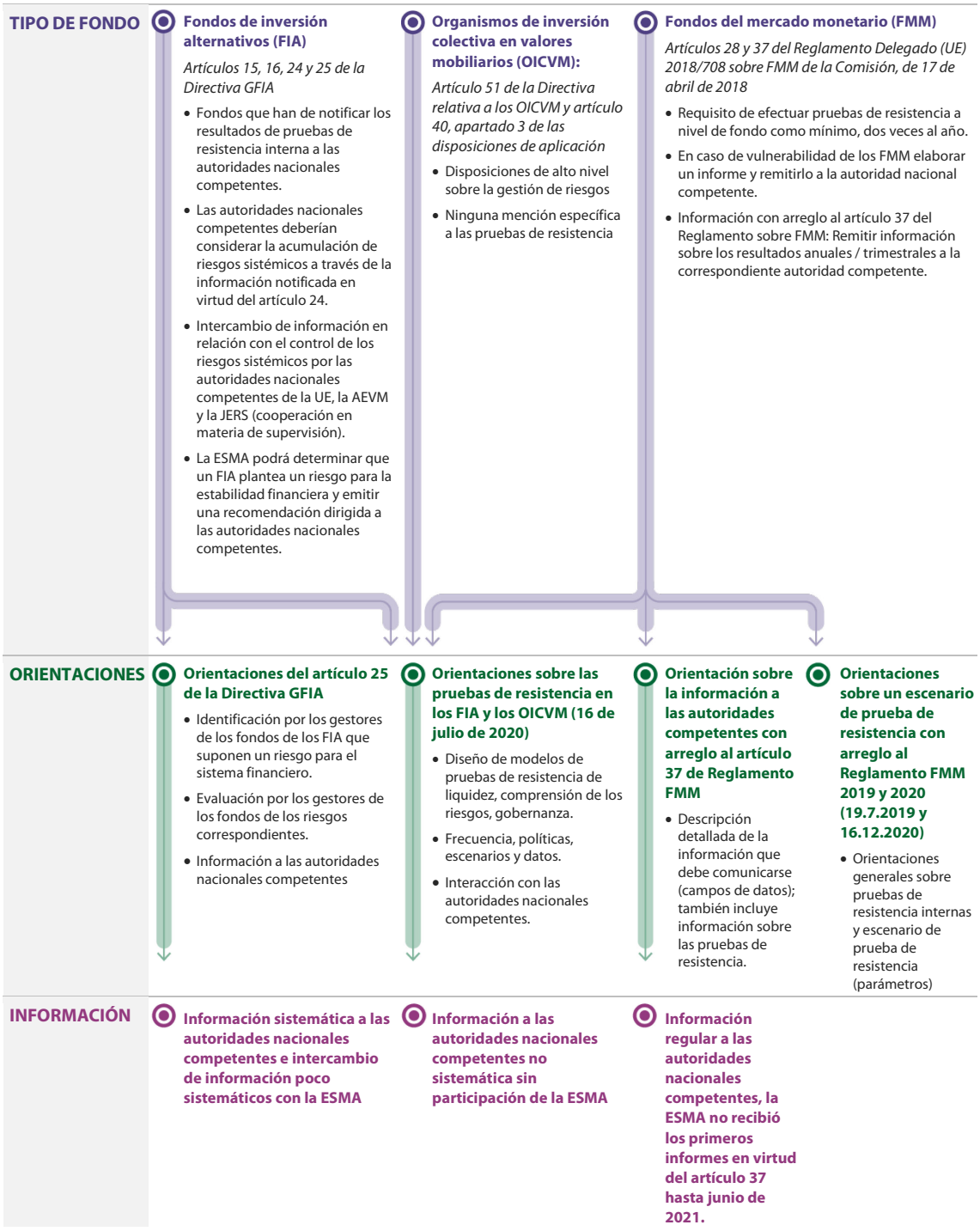
[51] Recommendation of the ESRB on liquidity risk in investment funds (ESRB/2020/4).

[52] Por ejemplo, Gourdel, Maqui y Sydow (2019): Investment funds under stress, Documento de trabajo del BCE 2323.

[53] Los fondos no supervisados en la UE pueden constituir grandes clases de activos para los inversores, incluidas las instituciones financieras.

supervisión). En cuanto a las pruebas de resistencia internas, el marco jurídico es diferente para los FIA, los OICVM y los FMM. En la ***ilustración 9*** figuran los vínculos entre tipos de fondos, legislación y directrices conexas.

Ilustración 9 – Regímenes de pruebas de resistencia para FIA, FMM y OICVM



Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo.

109 Determinamos que la ESMA elaboró directrices apropiadas respecto a las pruebas de resistencia internas, tanto para los OICVM como para los FIA. No obstante, el nivel de control de los resultados de las pruebas de resistencia internas, de efectuarse, queda enteramente a discreción de las autoridades nacionales competentes, y la ESMA carece de información al respecto. Por otra parte, los OICVM realizan pruebas de resistencia internas y tienen que informar a sus respectivas autoridades nacionales competentes únicamente en caso de riesgos sustanciales, y estas tendrían que informar a continuación a la ESMA. Sin embargo, esto aún no ha ocurrido. Aunque la ESMA tiene acceso a los resultados de las pruebas de resistencia de los FIA, la metodología subyacente queda a discreción del gestor del fondo, por lo que la Autoridad no ha comparado ni utilizado los resultados.

110 En el caso de los FMM, el Reglamento sobre estos fondos estipula que la ESMA debe publicar directrices con parámetros comunes de referencia para las pruebas de resistencia. En este contexto, la ESMA definió una fuerte crisis de rescates (una tasa de rescates del 30-40 %), pero se atuvo a la calibración de parámetros de la JERS (por ejemplo, tipos de interés y tipos de cambio), en lugar de establecer la gravedad de dichos parámetros por sí misma. La ESMA no solicitó un análisis *ex ante* de sensibilidad de los parámetros para obtener una mejor interpretación de los factores impulsores del riesgo. No obstante, la ESMA efectúa análisis *ex post* del impacto de los parámetros tras recibir los resultados.

111 Teniendo en cuenta el marco jurídico, excepto en el caso de los FMM, los datos de las pruebas de resistencia de los OICVM no se agregan, ni se analizan ni se notifican sistemáticamente. Estos datos podrían utilizarse para desarrollar pruebas de resistencia con fines de supervisión, o para obtener resultados de pruebas retrospectivas de simulaciones de resistencia. En el caso de los FMM, los datos facilitados se recibieron muy tarde, y la ESMA comenzó a analizar los datos del primer trimestre de 2020 (recibidos a mediados de 2021) al final de ese año.

Las lagunas y solapamientos en la recogida de datos dificultan la identificación de riesgos para la estabilidad financiera y los inversores

112 Un seguimiento eficaz de los riesgos sistémicos y de los riesgos para los inversores depende de la disponibilidad de los datos adecuados, los cuales deben estar suficientemente desagregados, y ser de buena calidad y comparables entre países para que puedan llevarse a cabo análisis de riesgos significativos. Para ser eficiente, la

recopilación de datos no debe crear cargas innecesarias para el sector, y ha de satisfacer las necesidades de datos de todas las autoridades que han de acceder a la información para cumplir sus mandatos.

113 La Directiva OICVM, la Directiva GFIA y el Reglamento FMM obligan a los fondos y a sus gestores a facilitar datos a las autoridades nacionales competentes. No obstante, el tipo de datos y el formato y nivel de detalle que han de utilizarse varían según el tipo de fondo de inversión, y las autoridades nacionales competentes no siempre están obligadas a compartir los datos con la ESMA o la JERS. Los requisitos reflejan el nivel de riesgo derivado del fondo respectivo, pero también la antigüedad del instrumento legislativo correspondiente. El régimen de información de los FMM es más amplio que el establecido por la Directiva GFIA y la Directiva OICVM. Se basa en datos desagregados respecto a los que se utilizan identificadores internacionales.

La falta de un régimen armonizado de información de los OICVM socava la capacidad de la ESMA para evaluar la preparación de los fondos ante las crisis y efectuar pruebas de resistencia.

114 La Directiva GFIA especifica las obligaciones de información que los GFIA deben cumplir respecto a su autoridad nacional competente de origen, entre las que cabe mencionar el requisito de facilitar datos pormenorizados de los fondos que gestiona un determinado GFIA, las estrategias de inversión, así como los mercados más importantes, los valores liquidativos y el perfil de liquidez de la cartera[54]. Las autoridades nacionales competentes están obligadas a compartir estos datos con la ESMA periódicamente (véase el ***anexo***)[55].

115 Actualmente, sin embargo, no existe un marco armonizado de información sobre los OICVM a escala de la UE. Aunque la Directiva OICVM establece el contenido mínimo de ciertos documentos esenciales que cada OICVM debe publicar, otros detalles relativos a la información quedan a la discreción de las autoridades nacionales competentes. En consecuencia, las prácticas de información difieren ampliamente entre las autoridades nacionales competentes en lo que se refiere a la frecuencia de los informes, los OICVM considerados y los datos facilitados[56]. Los datos que se generan no son comparables.

---

[54] Directiva GFIA, artículo 24.

[55] Directiva GFIA, artículo 25, apartado 2.

[56] ESRB/2017/6.

116 Debido a la ausencia de requisitos detallados respecto a la información sobre los OICVM, la ESMA tuvo dificultades para llevar a cabo los análisis necesarios para evaluar la preparación ante las crisis de los fondos de inversión con exposiciones significativas a la deuda privada y los bienes inmuebles en el contexto de la crisis de la COVID-19[57].También ha mermado la capacidad de la ESMA para ejecutar simulaciones de crisis y efectuar pruebas de resistencia con fines de supervisión.

117 Por otra parte, la Directiva OICVM no exige explícitamente a las autoridades nacionales competentes que compartan con la ESMA los datos recabados con fines de supervisión, aunque la Autoridad puede solicitar información para el cumplimiento de sus obligaciones[58]. Si las autoridades nacionales competentes no pueden atender adecuadamente su solicitud, la ESMA podrá dirigirse a otras autoridades nacionales, incluidos los bancos centrales y los institutos nacionales de estadística, o directamente a los participantes en el mercado. Según la ESMA, tales solicitudes de datos requieren aún la aprobación de la Junta de Supervisores y, por tanto, se efectúan únicamente con carácter excepcional.

118 Los resultados de una encuesta de la ESMA realizada a 10 autoridades nacionales competentes en 2021 indican que, aunque la mayoría de las autoridades nacionales competentes recaban datos sobre los OICVM y las sociedades de gestión de OICVM, los regímenes de presentación de información difieren sustancialmente. Debido a la falta de acceso directo y de coherencia de la información, la ESMA no les ha pedido hasta la fecha que faciliten tales datos.

119 En este sentido, la ESMA y la JERS se sirven de otras fuentes de datos, fundamentalmente comerciales, para la información y el análisis de los OICVM (véase el ***anexo***). Según la ESMA y las partes interesadas con las que hablamos, aunque los fondos informan con frecuencia a los proveedores comerciales, basarse en datos comerciales plantea dificultades relacionadas con la integridad y la calidad de los datos.

120 La JERS recomendó en 2017 que los legisladores de la UE pusieran en marcha un régimen de información armonizado respecto a los OICVM[59]. No obstante, esta recomendación no ha sido puesta en práctica. La mayoría de las autoridades nacionales competentes y las asociaciones de gestión de activos que encuestamos

---

[57] ESRB/2020/4.

[58] Reglamento (UE) n.º 1095/2010, artículo 35.

[59] ESRB/2017/6, recomendación D.

convinieron, en términos generales o decididamente, en que el marco regulador de los fondos de inversión se beneficiaría de unos requisitos de información mejorados. Sugieren que un futuro régimen de información sobre los OICVM podría ajustarse al régimen de información de la Directiva GFIA, teniendo en cuenta las diferencias entre los dos tipos de fondos de inversión.

Algunos requisitos de información esenciales no son obligatorios en la Directiva GFIA.

121 Aunque la Directiva GFIA prevé un régimen de información armonizado, su utilidad se ve menoscabada por el hecho de que no obliga a los gestores de fondos a facilitar ciertos datos esenciales. En particular, aunque la Directiva GFIA y el Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión exigen a los GFIA que faciliten códigos identificadores de entidad jurídica (LEI) para identificarse a sí mismos y los fondos que gestionan, la facilitación de LEI con mayor grado de detalle (p. ej., intermediario principal del FIA) es opcional. En la orientación también se exige a los GFIA que faciliten los códigos del número internacional de identificación de valores (ISIN) y otros códigos internacionales que pueda tener el FIA, pero únicamente si se encuentran disponibles.

122 El régimen actual ha dado lugar a un escaso porcentaje de GFIA y FIA que facilitan en la práctica identificadores comunes como los LEI y los ISIN. Por el contrario, la cobertura de los LEI en el caso de los fondos con exposiciones a derivados es superior a la media. Esto se debe a que, a diferencia de la Directiva GFIA, el Reglamento relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (Reglamento EMIR) exige directamente a las contrapartes que comuniquen los identificadores de entidad jurídica global y los ISIN. Una mayor cobertura de los LEI y los ISIN permitiría a la ESMA y a la JERS conectar diversos datos sobre los GFIA y los FIA con mayor eficacia, e identificar los riesgos sistémicos[60].

[60] ESRB, The benefits of the Legal Entity Identifier for monitoring systemic risk, Occasional Paper Series n.º 18 (septiembre de 2021).

Los bancos centrales nacionales recaban datos a efectos de la información estadística, pero estos se encuentran a disposición de la ESMA ni la JERS.

123 La ESMA no dispone actualmente de datos sobre carteras de fondos en el caso de los OICVM y los FIA. Sin embargo, se necesitarían datos a ese nivel para llevar a cabo análisis de riesgos significativos y pruebas de resistencia con fines de supervisión sobre la base de datos normativos en lugar de datos comerciales.

124 Los bancos centrales nacionales (BCN) ya están obligados a recabar datos desagregados sobre fondos de inversión –incluidos los FIA y los OICVM, pero no los FMM– de manera uniforme para la elaboración de los informes estadísticos del BCE[61]. Los datos incluyen información pormenorizada de los fondos a nivel del ISIN. Sin embargo, los BCN solo ponen estos datos a disposición del BCE de forma agregada, ya que el régimen de confidencialidad establecido por el Consejo en 1998 restringe en gran medida el uso de los datos confidenciales recabados por los BCN «al ejercicio de las funciones del SEBC»[62]. Algunos de los datos agregados recogidos por el BCE ya se han puesto a disposición de la ESMA y la JERS, pero carecen de la granularidad suficiente como para permitir un seguimiento adecuado del riesgo sistémico.

125 La ESMA y la JERS no han examinado plenamente las posibilidades de acceso y uso de los datos más desagregados a nivel de cartera que recogen los BCN (véase el apartado ***117***), refiriéndose a los desafíos legales y operativos. Observamos que, en ciertos casos, los BCN son también las autoridades responsables de supervisar los fondos de inversión.

---

[61] Reglamento BCE/2013/38.

[62] Reglamento (CE) n.º 2533/98 artículo 8, apartado 5.

Conclusiones y recomendaciones

126 Nuestra conclusión general es que, aunque las acciones de la UE han propiciado el establecimiento de un mercado único para los fondos de inversión, todavía no han logrado los resultados deseados, ya que las verdaderas actividades transfronterizas y los beneficios para los inversores siguen siendo limitados. Además, la coherencia y la eficacia de la supervisión de los fondos y la protección de los inversores son insuficientes.

127 La Comisión y los colegisladores de la UE establecen objetivos ambiciosos respecto a un mercado único de fondos de inversión, en concreto, para permitir la distribución eficiente de fondos en otros Estados miembros, garantizar una protección eficaz y similar de los inversores, y crear condiciones equitativas para la competitividad (véanse los apartados ***16*** y ***17***). Concluimos que la Comisión y los colegisladores han habilitado las actividades transfronterizas a través del régimen de «pasaporte», pero han sido eficaces únicamente en una medida limitada en cuanto al incremento del número de fondos verdaderamente transfronterizos (es decir, los comercializados en varios Estados miembros), lo que constituía un objetivo primordial. Su número solo ha crecido marginalmente (véanse los apartados ***18*** a ***21***).

128 Hemos observado que las ganancias previstas para los inversores, como la reducción de las tasas a través de la competencia y la innovación, o el acceso a más productos, no se han materializado. Los costes siguen siendo elevados y difieren significativamente de un Estado miembro a otro (véase el apartado ***83***). Además, todavía no existen condiciones de competencia equitativas, ya que las prácticas y los resultados de supervisión varían significativamente entre los Estados miembros, y persisten las barreras de acceso al mercado (véanse los apartados ***22*** y ***23***). Observamos que ciertas realidades del mercado y opciones políticas, como la fiscalidad, la demanda local y los casos en los que los gestores de activos optan por distribuir sus fondos de inversión, no pueden abordarse mediante la legislación de la UE.

129 Aunque la configuración inicial del marco jurídico de la UE supuso un avance, las reiteradas revisiones ulteriores no han dado lugar a resultados diferentes, y puede que no constituyan la herramienta adecuada para profundizar en el mercado único. La Comisión no ha llevado a cabo un control exhaustivo del marco jurídico general relativo a los fondos de inversión con el fin de evaluar en qué medida se han alcanzado los diversos objetivos planteados. Concluimos que la Comisión no siempre ha estado en disposición de demostrar los méritos o la eficacia de sus iniciativas legislativas para

reforzar las normas vigentes. Las evaluaciones de impacto *ex ante* sobreestimaron los posibles efectos de la nueva legislación, y las evaluaciones *ex post* deben ser más exhaustivas (véanse los apartados ***26*** a ***30***). Por último, la medición del rendimiento de la Comisión no se atiene a sus propios criterios (véanse el apartado ***31***).

Recomendación 1 – Evaluar la idoneidad del marco existente para alcanzar los objetivos deseados

La Comisión debe:

a) llevar a cabo un control exhaustivo de la adecuación de la legislación relativa a los fondos de inversión y, en función de sus resultados, adoptar medidas para alcanzar los objetivos del mercado único de forma más eficaz;

b) mejorar su medición del rendimiento mediante el establecimiento de indicadores apropiados.

Plazo: De aquí a 2024.

130 La ESMA ha redoblado sus esfuerzos en el ámbito de la convergencia de la actividad supervisora. Por ejemplo, creó un marco para identificar y abordar los principales riesgos de la supervisión(véanse los apartados ***40*** y ***41***). Sin embargo, se enfrenta a dificultades para usar eficazmente sus herramientas, como su propia estructura de gobernanza y su dependencia de la cooperación con las autoridades nacionales competentes. Las autoridades nacionales competentes prefieren claramente las herramientas de convergencia «no invasivas» (véanse los apartados ***56*** y ***57***).

131 La ESMA ha utilizado fundamentalmente herramientas preparatorias como las directrices y las preguntas y respuestas. Concluimos que la eficacia de estas herramientas no está demostrada, ya que la ESMA no mide el efecto de todas sus acciones de convergencia (véanse los apartados ***42*** y ***43***). La ESMA ha creado recientemente nuevas herramientas y las utiliza respecto a ámbitos prioritarios. Se centraba más en herramientas como las medidas comunes de supervisión, que crean un espacio para que las autoridades nacionales competentes participantes compartan y analicen prácticas (véanse los apartados ***44*** a ***46***). No obstante, la ESMA rara vez ha utilizado su facultad de ejecución (véanse los apartados ***42*** a ***48***).

132 En consecuencia, los esfuerzos de la ESMA solo han tenido un efecto limitado en la creación de una supervisión coherente y similar. Sin embargo, encontramos casos en los que el trabajo de la ESMA mejoró la calidad de la supervisión nacional y redujo

las diferencias en las prácticas. La ESMA no se encuentra en disposición de demostrar sus progresos aún, ya que no mide el grado de consecución de sus objetivos (véanse los apartados ***58*** a ***60***). También ha revelado ciertas debilidades en la supervisión nacional, en particular en la aplicación de la normativa (véanse los apartados ***61*** a ***68***).

Recomendación 2 – Mejorar la eficacia del trabajo de la ESMA en materia de convergencia

La Comisión debería:

a) estudiar la posibilidad de proponer cambios en la estructura de gobernanza de la ESMA que le permitan hacer un uso más eficaz de sus facultades, como hacer obligatoria la participación de las autoridades nacionales competentes en el trabajo de la Autoridad en materia de convergencia y asignar la responsabilidad operativa al personal de la ESMA.

La ESMA debería:

b) adoptar un enfoque más estructurado respecto a la selección de herramientas de convergencia, reforzar el seguimiento, y utilizar herramientas de corrección, incluidos los procedimientos de «infracción del Derecho de la Unión» cuando resulte necesario;

c) potenciar su capacidad para supervisar los avances mediante la catalogación de las prácticas de supervisión, la evaluación de la eficacia de las herramientas y la revisión de su medición del rendimiento.

Plazo: De aquí a 2024.

133 La Comisión y la ESMA han reforzado la transparencia de los fondos de inversión y de sus riesgos y costes. Entre las herramientas principales cabe citar la introducción de un documento de datos fundamentales para el inversor y la publicación de un informe anual sobre rentabilidad y costes. Sin embargo, persisten las deficiencias en la información facilitada a los inversores, y sigue siendo muy difícil para estos comparar fondos (véanse los apartados ***73*** a ***80***).

134 Los costes para los inversores han disminuido lentamente a lo largo de los últimos años, pero estos carecen aún de una protección suficiente frente a los costes indebidos cargados por los gestores de fondos (por ejemplo, mediante la falsa gestión activa), y frente al asesoramiento sesgado de los intermediarios financieros, que siguen recibiendo incentivos en la mayoría de los Estados miembros (véanse los

apartados ***83*** a ***92***). Por otra parte, las calificaciones ambientales, sociales y de gobernanza apenas se regulan y supervisan (véanse los apartados ***81*** a ***82***).

Recomendación 3 – Proteger mejor a los inversores frente a los costes indebidos y la información engañosa

La Comisión debe:

a) proteger mejor a los inversores minoristas, en particular mediante normas más estrictas sobre incentivos

La ESMA debería:

b) perfeccionar su análisis de la rentabilidad y los costes de los productos de inversión minorista, especialmente por país de distribución y tipo de coste;

c) desarrollar una herramienta que permita a los inversores obtener información sobre todos los fondos que se ofrecen y responden a determinados criterios y comparar los costes y la rentabilidad de dichos fondos.

Plazo: De aquí a 2024.

135 La ESMA supervisa el riesgo sistémico mediante la información interna y externa periódica y *ad hoc*, pero los riesgos no se desglosan por países. No se ha elaborado un inventario formal de las prácticas existentes en los Estados miembros para el seguimiento del riesgo sistémico (véanse los apartados ***94*** y ***99*** a ***102***). El Consejo de Estabilidad Financiera identificó riesgos planteados por las actividades de gestión de activos. La ESMA ha abordado los dos riesgos principales: apalancamiento y liquidez, y aunque la legislación contiene disposiciones generales, concluimos que las directrices actualizadas de la ESMA no tratan el riesgo operativo (véanse los apartados ***95*** a ***98***).

136 La ESMA no ha llevado a cabo pruebas de resistencia con fines de supervisión, aunque estaban previstas en su Reglamento constitutivo. Únicamente ha efectuado simulaciones de crisis basadas en datos de mercado, y solo ahora los resultados comienzan a ser objeto de seguimiento, aunque lentamente. El trabajo conceptual relativo a las pruebas de resistencia con fines de supervisión no ha comenzado. Observamos que la ESMA ha elaborado directrices apropiadas respecto a las pruebas de resistencia internas. Salvo en el caso de los fondos del mercado monetario, los datos de las pruebas de resistencia no se facilitan sistemáticamente. Los datos facilitados no se han utilizado aún para desarrollar pruebas de resistencia con fines de

supervisión ni resultados de pruebas retrospectivas de simulaciones de crisis (véanse los apartados ***103*** a ***111***).

Recomendación 4 – Mejorar la identificación del riesgo sistémico

La ESMA, en colaboración con la JERS, debe definir para qué tipos de fondos son necesarias las pruebas de resistencia con fines de supervisión, examinar cómo pueden utilizarse más eficazmente los resultados de las pruebas de resistencia y las simulaciones de crisis existentes, y desarrollar un modelo global que permita el análisis de la interconexión.

Plazo: De aquí a 2025.

137 Actualmente no existe un régimen de información armonizado para los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios a escala de la UE. En consecuencia, los datos de supervisión recabados por las autoridades nacionales competentes en los Estados miembros no son comparables. La información sobre fondos de inversión alternativos está armonizada en la UE, pero el marco que rige su presentación no obliga a los gestores de estos fondos a comunicar los identificadores comunes y datos pormenorizados a nivel de cartera. La calidad, la disponibilidad y el uso insuficientes de los datos afectan negativamente a la supervisión del riesgo y a la realización de las pruebas de resistencia conexas (véanse los apartados ***112*** a ***122*** y ***102***).

138 Los bancos centrales nacionales ya están recabando información desagregada en las carteras sobre los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y los fondos de inversión alternativos a efectos de la información estadística. Sin embargo, solo proporcionan estos datos de forma agregada al BCE, que comparte un subconjunto de esta información con la ESMA y la JERS. Aunque sus respectivos reglamentos constitutivos les faculta para solicitar información *ad hoc*, no han ejercido esta competencia para obtener los datos existentes. En general, estas solicitudes requieren la aprobación de su consejo de administración, y pueden no resultar adecuadas para supervisar riesgos sistémicos de manera regular (véanse los apartados ***117***, y ***124*** a ***125***).

Recomendación 5 – Optimizar la recogida de datos y actualizar los regímenes de presentación de información

La Comisión debería:

a) apoyar a la ESMA y a la JERS en el acceso a la información necesaria sobre fondos que se encuentra a disposición de las autoridades nacionales competentes y los bancos centrales del Eurosistema, y proponer un régimen armonizado de información sobre OICVM;

b) evaluar qué datos adicionales se necesitan sobre los fondos y cómo deben recabarse para controlar mejor los riesgos, manteniendo al mínimo las cargas asociadas a la presentación de información que asume el sector.

Plazo: De aquí a 2024.

El presente informe ha sido aprobado por la Sala IV, presidida por Mihails Kozlovs, Miembro del Tribunal de Cuentas Europeo, en Luxemburgo, el 18 de enero de 2022.

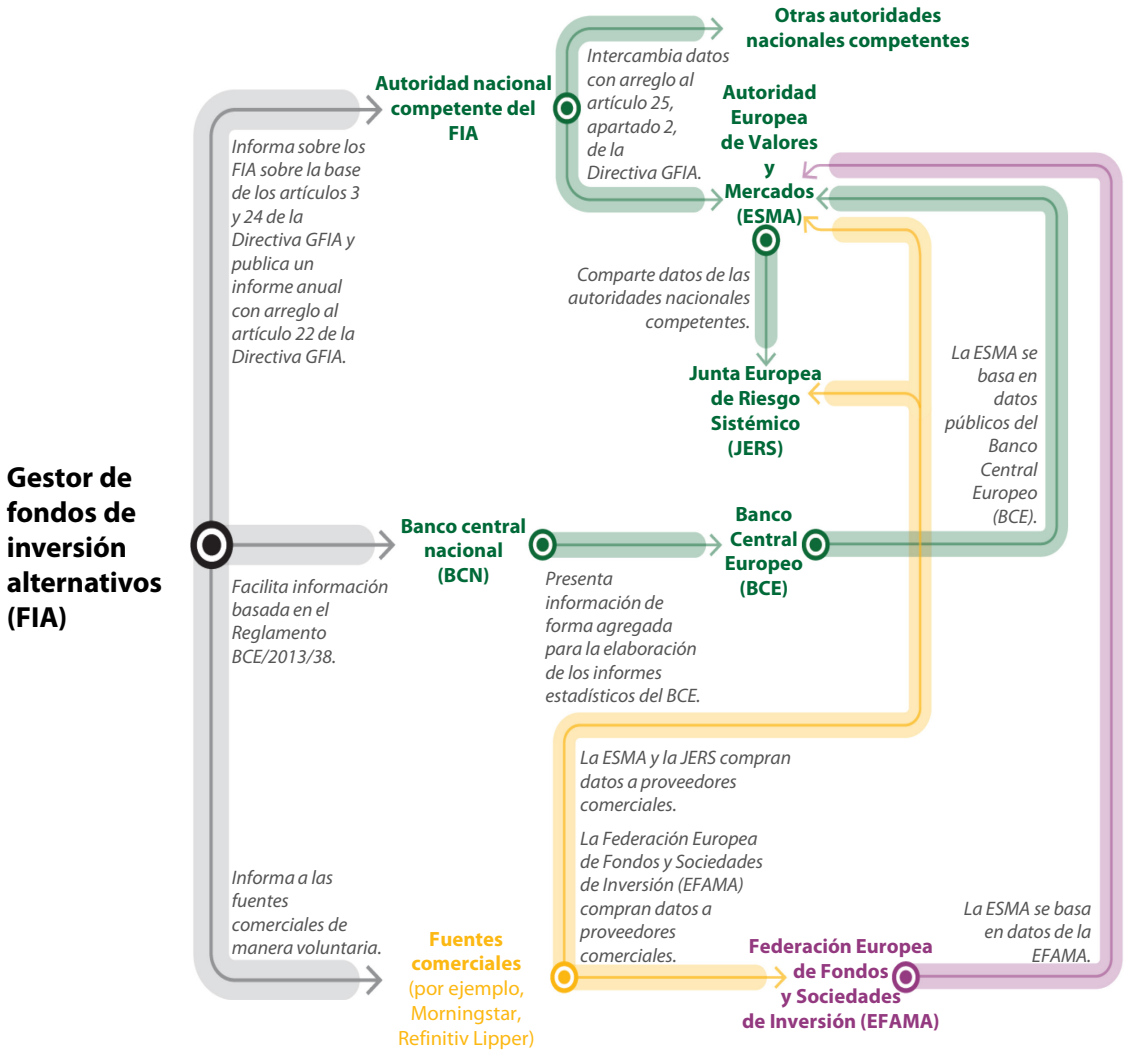
Por el Tribunal de Cuentas

Klaus-Heiner Lehne
Presidente

Anexo

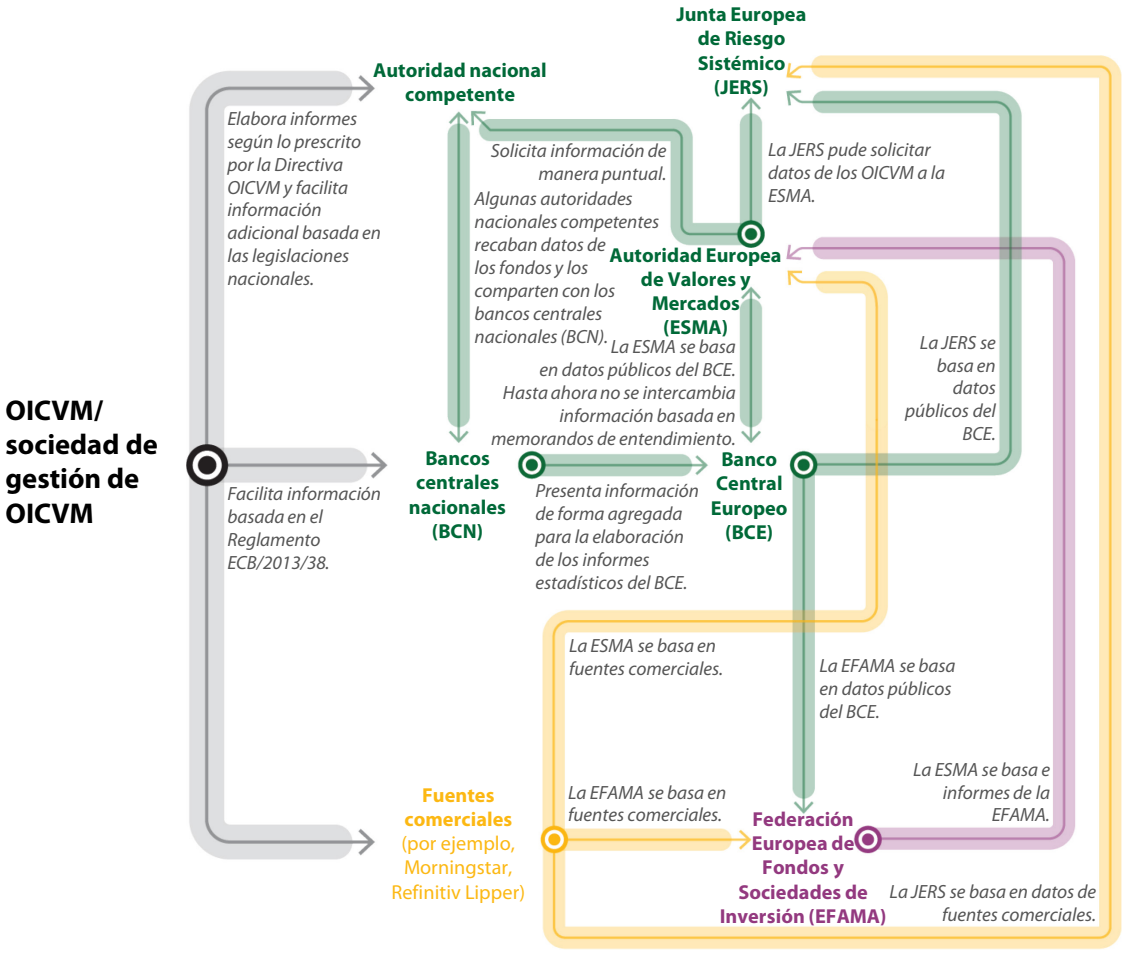
Anexo — Recogida de datos y puesta en común de información sobre FIA y OICVM

Recogida de datos y puesta en común de información sobre FIA



Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo.

Recogida de datos y puesta en común de información sobre OICVM



Fuente: Tribunal de Cuentas Europeo.

Siglas y abreviaturas

ABE: Autoridad Bancaria Europea

AC: Autoridad competente

AES: Autoridad Europea de Supervisión

AESPJ: Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación

AMF: Autorité des marchés financiers

ASG: Ambiental, social y de gobernanza

BCE: Banco Central Europeo

BCN: Banco central nacional

CSA: Common supervisory action

DDF: Documento de datos fundamentales (para los PRIIP)

DDFI: Documento de datos fundamentales para el inversor (para los OICVM)

Directiva GFIA: Directiva de gestores de fondos de inversión alternativos

EFAMA: Federación Europea de Fondos y Sociedades de Inversión

EJC: Equivalente a jornada completa

ESMA: Autoridad Europea de Valores y Mercados

ETF: Fondos cotizados

FI: Fondo de inversión

FIA: Fondo de inversión alternativo

FMI: Fondo Monetario Internacional

FSB: Financial Stability Board

GFIA: Gestores de fondos de inversión alternativos

ISIN: Número internacional de identificación de valores (ISIN)

JERS: Junta Europea de Riesgo Sistémico

LEI: Identificador de entidades jurídicas

MiFID (I y II): Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros

NAV: Net Asset Value

NCA: National Competent Authority

OICV: Organización Internacional de Comisiones de Valores

OICVM: Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios

PRIIP: Productos de inversión minorista vinculados y productos de inversión basados en seguros

PTA: Programa de trabajo anual

Reglamento EMIR: Reglamento relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones

Reglamento FMM: Reglamento sobre los fondos del mercado monetario

Reglamento MIF: Reglamento relativo a los mercados de instrumentos financieros

TFUE: Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

Tribunal de Cuentas Europeo: Tribunal de Cuentas Europeo

TRV: Tendencias, riesgos y vulnerabilidades

UMC: Unión de los Mercados de Capitales

Glosario

Autoridad Bancaria Europea (ABE): Agencia reguladora de la UE que vela por una regulación y una supervisión prudenciales efectivas y coherentes en todo el sector bancario europeo. Entre sus tareas están la puesta en marcha y la coordinación de las pruebas de resistencia para el sector financiero de la UE; también fija las normas pertinentes.

Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA): Agencia reguladora de la UE que contribuya a salvaguardar la estabilidad del sistema financiero de la Unión impulsando la protección de los inversores y promoviendo unos mercados financieros estables y ordenados. Sus funciones incluyen el fomento de la convergencia de la supervisión entre las autoridades nacionales competentes de los Estados miembros encargadas de la supervisión de los mercados de valores y de capitales.

Autoridad nacional competente: Organismo nacional responsable de la supervisión bancaria y/o del mercado de valores.

Autoridades Europeas de Supervisión (AES): Término colectivo que designa a los tres órganos responsables de la supervisión del sector financiero: la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

Blanqueo ecológico: Proceso de transmitir una impresión falsa o de proporcionar información engañosa sobre la medida en que los productos de una empresa son más respetuosos con el medio ambiente.

Código normativo único: Conjunto de textos legislativos que deben cumplir todas las entidades financieras de la UE.

Compra simulada (*mystery shopping*): Enfoque de investigación encubierto utilizado por las autoridades nacionales competentes, o por empresas de investigación de mercado que estas autoridades hayan empleado, para medir la calidad del servicio al cliente y/o recabar información sobre productos y servicios financieros y la conducta de los intermediarios financieros respecto a los consumidores.

Control de adecuación: Evaluación para identificar posibles solapamientos, lagunas, incoherencias o medidas obsoletas en el marco regulador de un ámbito de la formulación de políticas.

Control de conformidad: Verificación de que las disposiciones pertinentes de una Directiva de la UE se han reflejado con exactitud en las medidas de aplicación nacionales.

Convergencia de la actividad supervisora: La convergencia de las prácticas y resultados en materia de supervisión describe el proceso de fomento de la ejecución y la aplicación coherentes y eficaces de normas armonizadas, aunque no uniformes, por parte de las autoridades nacionales competentes en toda la UE. Convergencia no significa que se adopte un enfoque «universal». El objetivo general es procurar que se obtengan resultados comparables en materia de regulación y supervisión.

Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID): Marco legislativo de la UE para regular los mercados financieros y mejorar la protección de los inversores La Directiva original fue reemplazada por la MiFID II en 2018.

Evaluación de impacto: Análisis de los efectos posibles (*ex ante*) o reales (*ex post*) de una iniciativa política u otra línea de intervención.

Fondo cotizado: es un tipo de valor que sigue un índice, sector, materia prima u otro activo, y que puede comprarse o venderse en una bolsa de valores.

Fondo de inversión libre: Tipo de FIA que procura obtener un rendimiento positivo mediante el recurso a estrategias de inversión más flexibles, a menudo, utilizando el apalancamiento (en otras palabras, endeudándose para elevar la exposición de la inversión, así como el riesgo), las ventas en corto y otras prácticas de inversión especulativa que no suelen emplear otros tipos de fondos.

Fondo del mercado monetario (FMM): fondos que invierten en deuda a corto plazo.

Fondo verdaderamente transfronterizo: Fondo comercializado en al menos 3 países o, según los casos, 5.

Fondos de inversión alternativos (FIA): Todos los fondos de inversión no cubiertos por la Directiva de la UE sobre OICVM y que, en cambio, quedan dentro del ámbito de aplicación de la Directiva de gestores de fondos de inversión alternativos (Directiva GFIA). Esto incluye fondos de cobertura, capital riesgo, fondos de capital privado y fondos inmobiliarios.

Gestor del fondo: Organismo o persona encargado de aplicar una estrategia de inversión y de gestionar una cartera de inversiones relacionadas con un instrumento financiero.

Incentivos: Pagos realizados a un tercero por la prestación de servicios.

Indicador clave de rendimiento: Medida cuantificable que muestra el rendimiento con respecto a los objetivos clave.

Intermediario financiero: Entidad que actúa como enlace entre el gestor de los fondos de un instrumento financiero y los beneficiarios finales.

Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM): Productos de inversión creados con el objetivo de reunir el capital de los inversores e invertirlo de manera colectiva a través de una cartera de instrumentos financieros como acciones, bonos y otros valores. Están regulados por una Directiva de la UE y pueden distribuirse públicamente a los inversores minoristas en toda la UE con arreglo a una única autorización de un Estado miembro.

Pasaporte de comercialización: Permite que los OICVM y los FIA que hayan sido autorizados por la autoridad nacional competente en un Estado miembro de la UE se comercialicen en otros Estados miembros de la Unión de manera transfronteriza, sin necesidad de autorización por parte de las autoridades nacionales competentes del Estado miembro de acogida. Mientras que este pasaporte, en el caso de los OICVM, permite la comercialización de estos organismos a inversores minoristas e institucionales, en el caso de los FIA, la autorización se limita a la comercialización a inversores profesionales únicamente. Al igual que con el pasaporte de gestión, la autorización se sustituye por un procedimiento de notificación entre las autoridades nacionales competentes de los distintos Estados miembros de la UE.

Pasaporte de gestión: Permite que una sociedad de gestión de OICVM o a un gestor de FIA (GFIA) que hayan sido autorizados en un Estado miembro pueda ejercer sus actividades en otros Estados miembros de la UE, ya sea en el marco de la libre prestación de servicios, o mediante la constitución de una sucursal. Aunque esta actividad transfronteriza está sujeta a un procedimiento de notificación entre las autoridades nacionales competentes de los Estados miembros interesados, el gestor del fondo no tiene que someterse a un nuevo proceso de autorización.

Principios de la OICV: Principios establecidos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV). Se basan en tres objetivos de la regulación de valores: proteger a los inversores; garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes; y reducir los riesgos sistémicos.

Procedimiento de infracción: Procedimiento por el cual la Comisión emprende acciones contra un Estado miembro de la UE que no cumpla sus obligaciones derivadas de la legislación de la UE.

Prueba de resistencia con fines de supervisión: Prueba de resistencia realizada por la autoridad de control.

Prueba de resistencia: Simulación para evaluar la capacidad de una entidad financiera para soportar diferentes escenarios de crisis.

Regímenes de delegación: Regímenes en los que determinadas funciones no las desempeña la propia entidad autorizada y, por tanto, son objeto de seguimiento de la delegación. El uso de regímenes de delegación puede constituir una forma eficaz de realizar ciertas funciones o actividades. Sin embargo, no están exentos de riesgos, y deben ser objeto de una supervisión adecuada.

Rescate: Intercambio de fondos por efectivo.

Riesgo sistémico: El riesgo de perturbación del sistema financiero, que puede tener repercusiones negativas graves para el mercado interior y la economía en general.

Transposición del Derecho de la Unión: Procedimiento mediante el cual los Estados miembros de la UE incorporan las Directivas de la Unión a su Derecho nacional a fin de que sus objetivos, requisitos y plazos sean directamente aplicables.

Respuestas de la Comisión y de la ESMA

https://www.eca.europa.eu/es/Pages/DocItem.aspx?did=60837

Cronología

https://www.eca.europa.eu/es/Pages/DocItem.aspx?did=60837

Equipo de auditoría

En los informes especiales del Tribunal de Cuentas Europeo se exponen los resultados de sus auditorías de las políticas y programas de la UE o de cuestiones de gestión relativas a ámbitos presupuestarios específicos. El Tribunal de Cuentas Europeo selecciona y concibe estas tareas de auditoría con el fin de que tengan la máxima repercusión teniendo en cuenta los riesgos relativos al rendimiento o a la conformidad, el nivel de ingresos y de gastos correspondiente, las futuras modificaciones y el interés político y público.

Esta auditoría de gestión fue llevada a cabo por la Sala IV (Regulación de mercados y economía competitiva) presidida por Mihails Kozlovs, Miembro del Tribunal de Cuentas Europeo. La auditoría fue dirigida por Rimantas Šadžius, Miembro del Tribunal de Cuentas Europeo, asistido por Mindaugas Pakštys, jefe de Gabinete, y Matthias Blaas, agregado de Gabinete; Ioanna Metaxopoulou, directora; Paul Stafford, gerente principal; Eddy Struyvelt, jefe de Tarea, y los auditores Jörg Genner, Mirko Gottmann, Helmut Kern, Anna Ludwikowska y Nadiya Sultan. Mark Smith prestó apoyo lingüístico.

Rimantas Šadžius

Ioanna Metaxopoulou

Mindaugas Pakštys

Matthias Blaas

Paul Stafford

Eddy Struyvelt

Mirko Gottmann

Helmut Kern

Anna Ludwikowska

Nadiya Sultan

DERECHOS DE AUTOR

© Unión Europea, 2022.

La política de reutilización del Tribunal de Cuentas Europeo (el Tribunal) se aplica mediante la Decisión del Tribunal de Cuentas Europeo n.º 6-2019 sobre la política de datos abiertos y de reutilización de documentos.

Salvo que se indique lo contrario (por ejemplo, en menciones de derechos de autor individuales), el contenido del Tribunal que es propiedad de la UE está autorizado conforme a la licencia Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0), lo que significa que está permitida la reutilización, siempre y cuando se dé el crédito apropiado y se indiquen los cambios. El reutilizador no debe distorsionar el significado o el mensaje original de los documentos. El Tribunal no será responsable de las consecuencias de la reutilización.

El usuario deberá obtener derechos adicionales si un contenido específico representa a personas privadas identificables como, por ejemplo, en fotografías del personal del Tribunal, o incluye obras de terceros. Cuando se obtenga el permiso, este cancelará y reemplazará el permiso general antes mencionado e indicará claramente cualquier restricción de uso.

Para utilizar o reproducir contenido que no sea de la propiedad de la UE, es posible que el usuario necesite obtener la autorización directamente de los titulares de los derechos de autor.

El software o los documentos cubiertos por derechos de propiedad industrial, como patentes, marcas comerciales, diseños registrados, logotipos y nombres, están excluidos de la política de reutilización del Tribunal y el usuario no está autorizado a utilizarlos.

La familia de sitios web institucionales de la Unión Europea pertenecientes al dominio «europa.eu» ofrece enlaces a sitios de terceros. Dado que el Tribunal de Cuentas Europeo no tiene control sobre dichos sitios, le recomendamos leer atentamente sus políticas de privacidad y derechos de autor.

Utilización del logotipo del Tribunal de Cuentas Europeo

El logotipo del Tribunal de Cuentas Europeo no debe ser utilizado sin el consentimiento previo del Tribunal.

PDF	ISBN 978-92-847-7531-6	ISSN 1977-5687	doi:10.2865/175055	QJ-AB-22-029-ES-N
HTML	ISBN 978-92-847-7513-2	ISSN 1977-5687	doi:10.2865/205291	QJ-AB-22-029-ES-Q

Los fondos de inversión desempeñan un papel clave en la unión de los mercados de capitales de Europa ayudando a los inversores a colocar su capital de manera eficiente. Evaluamos la adecuación del marco regulador, los esfuerzos de la UE para crear una supervisión similar y eficaz en todos los Estados miembros, así como su trabajo relativo a la protección de los inversores y la estabilidad financiera.

Constatamos que las acciones de la UE han propiciado un mercado único para los fondos de inversión, pero todavía no han logrado los resultados deseados, ya que las verdaderas actividades transfronterizas y los beneficios para los inversores siguen siendo limitados. La coherencia y la eficacia de la supervisión de los fondos y la protección de los inversores son insuficientes. Recomendamos una revisión del marco jurídico, un trabajo de convergencia más eficaz, una mayor protección de los inversores y un marco de información simplificado.

Informe Especial del Tribunal de Cuentas Europeo con arreglo al artículo 287, apartado 4, segundo párrafo, del TFUE.

TRIBUNAL DE CUENTAS EUROPEO

Oficina de Publicaciones de la Unión Europea

TRIBUNAL DE CUENTAS EUROPEO
12, rue Alcide De Gasperi
L-1615 Luxemburgo
LUXEMBURGO

Tel. +352 4398-1

Preguntas: eca.europa.eu/es/Pages/ContactForm.aspx
Sitio web: eca.europa.eu
Twitter: @EUAuditors