COMISIÓN
EUROPEA

Bruselas, 10.6.2020
COM(2020) 232 final

# INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO

## Evaluación de la aplicación y el alcance de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos

## ÍNDICE

**1. INTRODUCCIÓN** ..... 3

**1.1 Contexto** ..... 3

**1.2 Base jurídica** ..... 3

**1.3 Metodología y proceso de consulta** ..... 4

**2. EVALUACIÓN DE LA APLICACIÓN Y EL ALCANCE DE LA DIRECTIVA GFIA** ..... 5

**2.1 Impacto en los FIA y los GFIA** ..... 6

**2.2 Impacto en los inversores** ..... 7

**2.3 Impacto en el control y la evaluación del riesgo sistémico** ..... 8

**2.4 Impacto de las normas en la inversión en empresas no cotizadas y en la inversión en países en desarrollo o en su beneficio** ..... 10

**ABREVIATURAS**

| | |
|---|---|
| FIA | Fondo de inversión alternativo |
| GFIA | Gestor de fondos de inversión alternativos |
| Directiva GFIA | Directiva 2011/61/UE, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos |
| CLO | Obligación garantizada por préstamos |
| UMC | Unión de los Mercados de Capitales |
| DRC | Directiva sobre Requisitos de Capital |
| DCV | Depositario Central de Valores |
| DG FISMA | Dirección General de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales |
| BCE | Banco Central Europeo |
| FILPE | Fondo de inversión a largo plazo europeo |
| AEVM | Autoridad Europea de Valores y Mercados |
| JERS | Junta Europea de Riesgo Sistémico |
| UE | Unión Europea |
| FCRE | Fondo de capital riesgo europeo |
| OICV | Organización Internacional de Comisiones de Valores |
| MiFID | Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros |
| OICVM | Organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios |

# 1. INTRODUCCIÓN

## 1.1 Contexto

La Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos[1] (Directiva GFIA) se adoptó a raíz de la crisis financiera mundial, que puso de manifiesto algunas debilidades de los mercados financieros a nivel internacional y sus regímenes reguladores[2]. Ante esa constatación, los líderes del G-20 coincidieron en la necesidad de regular en mayor medida el sector financiero para minimizar el riesgo y la magnitud de futuras crisis[3]. Ello englobaba también al sector de la gestión de las inversiones alternativas, que requería una supervisión más coordinada y una mayor transparencia ante los inversores. Para apoyar los objetivos del G-20, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) formuló unos principios generales sobre la regulación de los fondos de inversión libre con el fin de guiar el desarrollo de normas internacionales en este ámbito[4].

Tras la aprobación por parte del Consejo Europeo[5] de dichos compromisos internacionales, y a la luz del informe del Parlamento Europeo[6], la Comisión Europea (en lo sucesivo, «la Comisión») publicó una propuesta de marco normativo que regulaba a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA)[7]. La Directiva GFIA se adoptó el 8 de junio de 2011. Tras su incorporación a los ordenamientos jurídicos nacionales, la Directiva GFIA comenzó a aplicarse el 22 de julio de 2013[8].

La Directiva GFIA pretende lograr un enfoque coherente de supervisión de los riesgos del sistema financiero, proporcionar un elevado nivel de protección de los inversores y facilitar la integración del mercado de los FIA de la UE[9]. Los GFIA están obligados a adoptar medidas para gestionar los riesgos y garantizar la transparencia necesaria en relación con las actividades de los fondos de inversión alternativos (FIA) que gestionan; al mismo tiempo, tienen la posibilidad de gestionar y comercializar FIA entre los inversores profesionales de toda la Unión con una sola autorización[10].

## 1.2 Base jurídica

[1] Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010, DO L 174 de 1.7.2011, p. 1.

[2] Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, de 30 de abril de 2009, COM(2009) 207 final.

[3] Declaración de la Cumbre sobre los Mercados Financieros y la Economía Mundial, Washington DC, 15 de noviembre de 2008.

[4] Considerando 89 de la Directiva GFIA; Informe final de la OICV sobre la supervisión de los fondos de inversión libre, junio de 2009.

[5] Conclusiones del Consejo Europeo de 16 de septiembre de 2010.

[6] Informe del Parlamento Europeo con recomendaciones destinadas a la Comisión sobre los fondos de cobertura y los fondos de capital riesgo/inversión (A6-0338/2008) [Informe Rasmussen] y sobre la transparencia de los inversores institucionales (A6-0296-2008) [Informe Lehne]; Informe del Grupo de Alto Nivel sobre Supervisión Financiera en la UE, 25 de febrero de 2009, p. 25.

[7] Véase *supra*, nota 2.

[8] El último Estado miembro en transponer la Directiva GFIA finalizó este proceso a finales de 2015.

[9] Considerandos 2 a 4 y 94 de la Directiva GFIA.

[10] Artículo 32, apartado 1, de la Directiva GFIA.

El presente informe ha sido elaborado de conformidad con el artículo 69 de la Directiva GFIA. La Comisión debe evaluar la aplicación y el alcance de dicha Directiva, haciendo hincapié en la experiencia adquirida en su aplicación. Es preciso evaluar el impacto de la Directiva GFIA en los inversores, los FIA y los GFIA, tanto en la Unión como en terceros países, con vistas a determinar en qué medida se han logrado los objetivos que persigue.

El presente informe responde al mandato de la Comisión de proporcionar al Parlamento Europeo y al Consejo una evaluación del funcionamiento de la Directiva GFIA. Asimismo, en el informe se revisan los métodos de cálculo del apalancamiento de conformidad con lo dispuesto en el artículo 6 del Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión (en lo sucesivo, «el Reglamento Delegado GFIA»), que completa la Directiva GFIA[11]. En el documento de trabajo de los servicios de la Comisión en el que se evalúan la aplicación y el alcance de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos [SWD(2020)110], se proporciona información más detallada sobre las conclusiones. También se ha publicado un informe independiente de KPMG[12].

## 1.3 Metodología y proceso de consulta

La Comisión encomendó a un contratista externo —KPMG[13]— la realización de una encuesta general y de un estudio basado en datos contrastados a fin de evaluar el impacto de la Directiva GFIA[14].

El estudio empírico abarca quince Estados miembros de la UE[15]. En él se evalúa si las normas específicas de la Directiva GFIA son eficaces, eficientes, coherentes y pertinentes, y si han respaldado la labor de la UE en pro de la consecución de los objetivos generales, específicos y operativos de la Directiva[16].

En el presente informe, los resultados de KPMG se complementan con otras fuentes de información, incluidas actualizaciones de datos pertinentes e información obtenida a través de

[11] Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión, DO L 83 de 22.3.2013, p. 1.

[12] *Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) - Directive 2011/61/EU* (Informe sobre el funcionamiento de la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos - Directiva 2011/61/UE), disponible en: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190110-aifmd-operation-report_en.pdf] (Informe de KPMG).

[13] KPMG Law Rechtsanwaltsgesellschaft mbH como empresa responsable, y KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Alemania, y KPMG LLP, Reino Unido, como subcontratistas, apoyadas por la red europea de KPMG.

[14] La encuesta general se realizó a través de un cuestionario en línea entre el 6 de febrero de 2018 y el 29 de marzo de 2018. Al realizar la encuesta general, KPMG se guió por una lista de aspectos establecidos en el artículo 69, apartado 1, de la Directiva GFIA, en relación con los cuales se invitó a las partes interesadas a compartir sus experiencias.

[15] Alemania, Austria, Bélgica, Chequia, Chipre, Dinamarca, España, Francia, Hungría, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Reino Unido. Se trata de una buena muestra de Estados miembros en términos de geografía y de tamaño de sus respectivos mercados para los FIA, GFIA o inversores.

[16] Véase *supra*, nota 12.

diversas líneas de trabajo de la Comisión[17], la AEVM[18] y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS)[19]. Se han tenido en cuenta las interacciones que, a través de consultas públicas o reuniones bilaterales o multilaterales, ha mantenido la Comisión con las partes interesadas, que comprenden las autoridades nacionales competentes, los representantes del sector y las asociaciones de protección de los inversores. También se han tomado en consideración en la elaboración de este informe publicaciones académicas y estadísticas. Por ejemplo, los informes estadísticos anuales de la AEVM sobre los FIA de la UE han sido particularmente útiles a efectos de la descripción del mercado de los FIA de la UE[20]. Se han tenido en cuenta, asimismo, ejemplos concretos de ineficiencias de determinadas normas de la Unión.

El 27 de septiembre de 2019, la Comisión consultó al Grupo de Expertos del Comité Europeo de Valores, que representa a los Estados miembros, a fin de recibir información técnica y estratégica sobre cuestiones importantes relacionadas con la aplicación y el alcance de la Directiva GFIA. Se invitó a los miembros de dicho Grupo de Expertos a presentar observaciones por escrito y el informe tiene en cuenta la opinión manifestada por dichos miembros.

El 22 de octubre de 2019, la Comisión comunicó los principales elementos del presente informe al Comité Permanente sobre Servicios de Gestión de Inversiones de la AEVM y solicitó su aportación a la luz de la experiencia de supervisión de las autoridades nacionales competentes.

## 2. EVALUACIÓN DE LA APLICACIÓN Y EL ALCANCE DE LA DIRECTIVA GFIA

La Directiva GFIA es un pilar importante de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC), ya que facilita un control más eficaz de los riesgos del sistema financiero y la captación transfronteriza de capitales para inversiones en activos alternativos, Dicha Directiva ha desempeñado un papel importante en la creación de un mercado interior para los FIA y en el fortalecimiento del marco normativo y de supervisión de los GFIA en la Unión. Los GFIA operan ahora con mayor transparencia frente a los inversores y supervisores.

[17] Respuestas a la convocatoria de datos de la Comisión sobre el marco normativo de la UE para los servicios financieros, respuestas a la consulta de la Comisión sobre la distribución transfronteriza de fondos (OICVM, FIA, FILPE, FCRE y FESE) en toda la UE.

[18] Dictamen presentado por la AEVM al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión y respuestas a la convocatoria de datos sobre el funcionamiento del pasaporte de la UE previsto en la Directiva GFIA y los regímenes nacionales de inversión privada, 30 de julio de 2015, ESMA/2015/1235; estudio temático de la AEVM entre las autoridades nacionales competentes sobre los marcos de notificación y las responsabilidades del país de origen y del país de acogida de conformidad con la Directiva OICVM y la Directiva GFIA, 7 de abril de 2017, ESMA34-43-340; dictamen de la AEVM sobre la segregación de activos y los servicios de custodia, 20 de julio de 2017, ESMA 34-45-27; informe estadístico anual 2019 de la AEVM sobre los fondos de inversión alternativos de la UE, 21.1.2019, ESMA 50-165-748 (informe estadístico de la AEVM de 2019) e informe estadístico anual 2020 de la AEVM sobre los fondos de inversión alternativos de la UE, 10.1.2020, ESMA50-165-1032 (informe estadístico de la AEVM de 2020).

[19] Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 7 de diciembre de 2017, sobre los riesgos de liquidez y apalancamiento de los fondos de inversión, JERS/2017/6, 2018/C 151/01. Carta de 3 de febrero de 2020 a la DG FISMA de la JERS sobre sus consideraciones en relación con la Directiva GFIA.

[20] Informe estadístico anual 2019 de la AEVM sobre los fondos de inversión alternativos de la UE, 21.1.2019, ESMA 50-165-748 (informe estadístico de la AEVM de 2019) e informe estadístico anual 2020 de la AEVM sobre los fondos de inversión alternativos de la UE, 10.1.2020, ESMA50-165-1032 (informe estadístico de la AEVM de 2020).

## 2.1 Impacto en los FIA y los GFIA

El mercado de los FIA de la UE viene registrando un crecimiento continuo, según pone de manifiesto el volumen de activos netos de los FIA y de activos gestionados, con una notable actividad transfronteriza de los GFIA. Desde la adopción de la Directiva GFIA en 2011, el volumen total de activos netos de los FIA se ha duplicado con creces, pasando de 2,3 billones EUR a 5,9 billones EUR[21]. La distribución transfronteriza de FIA también se multiplicó prácticamente por dos entre junio de 2017 y octubre de 2019, aumentando del 3 % al 5,8 % de los FIA[22]. En este contexto, el pasaporte de los GFIA es indiscutiblemente un factor importante. La mayoría de los GFIA, las autoridades públicas y los inversores institucionales que respondieron a la encuesta general señaló que el acceso a los mercados nacionales había aumentado gracias a la Directiva GFIA, aunque el 34 % indicó también que el tiempo necesario para la comercialización se había incrementado[23].

El presente informe constata que la eficacia del pasaporte de la UE para los GFIA se ve menoscabada por la sobrerregulación nacional, las divergencias en las normas nacionales de comercialización[24], las diferentes interpretaciones de la Directiva GFIA por parte de los supervisores nacionales[25] y su alcance limitado. Los GFIA más pequeños que no pueden cumplir todos los requisitos de la Directiva GFIA deben renunciar a la captación de capital en otros Estados miembros o superar importantes obstáculos para acceder al mercado. Además, el pasaporte para los GFIA solo posibilita la comercialización entre los inversores profesionales, lo cual también restringe las actividades transfronterizas de los GFIA, ya que la búsqueda de clientes entre los inversores semiprofesionales y minoristas solo puede realizarse de conformidad con normas nacionales que varían (y a menudo restrictivas). La distribución de FIA está sujeta a las normas de la MiFID II[26], que diferencia entre inversores minoristas y profesionales, por lo que cualquier cambio en las definiciones de los tipos de inversores de la Directiva GFIA debe tener en cuenta la interacción de esta Directiva con las disposiciones pertinentes de la MiFID II.

Los FIA se ofrecen a los inversores particulares a través de bancos y compañías de seguros. Estos intermediarios financieros promocionan activamente sobre todo fondos internos, en lugar de ofrecer también una gama más amplia de FIA de terceros[27]. Sin embargo, la situación está cambiando al expandirse la cuota de mercado de las plataformas en línea. Los trabajos en curso de la Comisión relacionados con la UMC se centran en la mejora de la distribución de los productos de inversión en la Unión y en la revisión de los requisitos de información. Los resultados de esos trabajos también incidirán en los FIA y los GFIA establecidos en terceros países, que actualmente solo pueden dirigirse a los inversores de los distintos Estados

[21] EFAMA Fact Book 2019, p. 27.
[22] Morningstar, junio de 2017, y Morningstar, octubre de 2019.
[23] Véase *supra*, nota 12, p. 101.
[24] Véase *supra*, nota 12, pp. 74 y 114.
[25] Documento de trabajo de los servicios de la Comisión: Evaluación de impacto sobre la distribución transfronteriza de fondos de inversión colectiva, SWD(2018) 54 final, de 12.3.2018, [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-3132069_en#pe-2018-1277].
[26] Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE, DO L 173 de 12.6.2014, p. 349.
[27] *Study on the distribution systems of retail investment products across the European Union* (Estudio sobre los sistemas de distribución de productos de inversión minorista en la Unión Europea), abril de 2018, p. 17, disponible en: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf].

miembros con arreglo a las disposiciones legales nacionales que conforman los regímenes nacionales de inversión privada.

Los interesados reconocen que los regímenes nacionales de inversión privada desempeñan un papel importante en el desarrollo del mercado, en ausencia de la activación de un pasaporte de GFIA para las entidades de terceros países. Así, los inversores de los Estados miembros que cuentan con tales regímenes han podido acceder a los mercados mundiales de servicios financieros y diversificar la distribución de sus inversiones. Sin embargo, los citados regímenes difieren entre los Estados miembros y, lo que es más importante, exigen a los GFIA que cumplan solo un número muy limitado de los requisitos de la Directiva GFIA, lo que crea condiciones de competencia desiguales entre los GFIA de la UE y los de terceros países. Algunos Estados miembros han cerrado por completo el acceso al mercado para las entidades de terceros países. Algunos Estados miembros han sugerido armonizar más los regímenes nacionales de inversión privada, mientras que otros consideran que la activación del pasaporte previsto en la Directiva GFIA para entidades de terceros países, seguida de una eliminación progresiva de dichos regímenes, constituiría una solución más adecuada a este problema.

La Comisión no ha evaluado el funcionamiento del pasaporte de la Directiva GFIA respecto de terceros países, ya que dicho pasaporte aún no ha sido activado y se carece de información procedente del mercado en la que apoyarse.

## 2.2 Impacto en los inversores

A la luz de la evaluación pormenorizada que figura en el documento de trabajo de los servicios de la Comisión, el régimen de los depositarios, las normas sobre conflictos de intereses y los requisitos de información y transparencia ayudan a proteger los intereses de los inversores, lo cual fomenta la confianza de estos en los mercados financieros. Las cifras relativas a los mercados demuestran un aumento de las ventas de FIA, con una mayor participación de los inversores minoristas en varios Estados miembros[28]. Las actividades transfronterizas pueden seguir creciendo, dadas las normas recientemente adoptadas en el contexto de la UMC[29].

El establecimiento de un régimen específico que regula las funciones y la responsabilidad de los depositarios ha demostrado ser una medida eficaz para mejorar la protección de los inversores[30]. Su funcionamiento es satisfactorio, aun cuando puedan ser necesarias aclaraciones específicas para abordar las situaciones en que los GFIA recurren a una gestión tripartita de las garantías reales o en que los depositarios centrales de valores (DCV) actúan como custodios.

Un hecho más destacable es que la falta de un pasaporte para los depositarios está en contradicción con el espíritu del mercado único. Debido a la limitada oferta de proveedores de

[28] Véase *supra*, nota 12, p. 257.
[29] Directiva (UE) 2019/1160 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, por la que se modifican las Directivas 2009/65/CE y 2011/61/UE en lo que respecta a la distribución transfronteriza de organismos de inversión colectiva, DO L 188 de 12.7.2019, p. 106, y Reglamento (UE) 2019/1156 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, por el que se facilita la distribución transfronteriza de organismos de inversión colectiva y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 345/2013, (UE) n.º 346/2013 y (UE) n.º 1286/2014, DO L 188 de 12.7.2019, p. 55.
[30] Véase *supra*, nota 12, p. 94.

servicios en los mercados más pequeños, se teme también que haya un riesgo de concentración, de tal forma que un único depositario podría mantener los activos de todos los FIA establecidos en un Estado miembro.

Con respecto a las normas de valoración, que son necesarias para determinar la participación de cada inversor en un FIA dado y para supervisar el rendimiento del FIA, la Directiva GFIA ha aportado cierta disciplina al proceso de valoración de los activos de los FIA y lo ha estructurado[31]. Sin embargo, el carácter binario de las normas de valoración, por el que, según entienden los interesados, se excluye el recurso combinado a valoradores internos y externos, así como la incertidumbre en torno a la responsabilidad de los valoradores externos, que se determina con arreglo a la legislación nacional, pueden resultar problemáticos. No obstante, no se dispone de datos suficientes en cuanto a qué disposiciones sobre divulgación de información de la Directiva GFIA deberían modificarse.

Aunque implican ciertos costes para el sector, las normas sobre divulgación de información de la Directiva GFIA han alcanzado ampliamente el objetivo de permitir a los inversores tomar decisiones de inversión informadas[32]. Los inversores en activos alternativos valoran especialmente el requisito de comunicar los conflictos de intereses, ya que esta es una de sus principales preocupaciones[33]. El análisis indica que la Directiva GFIA ha contribuido al aumento de la transparencia en relación con los productos y los servicios ofrecidos[34]. Sin embargo, no determina qué elementos de los requisitos de información podrían resultar superfluos, dado que algunos inversores profesionales solicitan información adicional a la prescrita por la Directiva GFIA.

## 2.3 Impacto en el control y la evaluación del riesgo sistémico

A fin de controlar y atenuar los riesgos macrofinancieros derivados de las actividades de los GFIA, resulta necesario identificar a las entidades pertinentes a fin de asegurarse de que cumplan los requisitos básicos para gestionar de manera profesional y responsable sus inversiones colectivas en beneficio de los inversores. No se han hallado indicios que apunten a que los umbrales de la Directiva GFIA aplicables a los activos gestionados, y por encima de los cuales las actividades de los GFIA podrían suponer un riesgo sistémico importante, requieran un reajuste.

Las partes interesadas consideran útil el conjunto de herramientas que, con fines de estabilidad financiera, tienen a su disposición las autoridades nacionales competentes en virtud de la Directiva GFIA, incluida la posibilidad de imponer límites de apalancamiento a un GFIA[35] o de suspender reembolsos en interés del público. La JERS aconseja reforzar y armonizar más esas medidas[36]. Para ello, recomienda aclarar las respectivas funciones de las autoridades nacionales competentes y su cooperación en los casos en que la suspensión de reembolsos tenga repercusiones transfronterizas[37]. A la hora de decidir si es preciso intervenir

[31] Véase *supra*, nota 12, pp. 183 y 184.
[32] Véase *supra*, nota 12, p. 77.
[33] *Alts Transparency: Finding the Right Balance* (Transparencia de las inversiones alternativas: en busca del equilibro adecuado) [https://www.northerntrust.com/documents/campaign-landing/cis/2017/alt-transparency.pdf].
[34] Véase *supra*, nota 12, p. 210.
[35] Artículo 25 de la Directiva GFIA.
[36] Véase *supra*, nota 19.
[37] Tal como se establece en el artículo 46 de la Directiva GFIA.

en los mercados financieros, las autoridades nacionales competentes deben poder evaluar las tendencias en el sector de los FIA y supervisar las amenazas para la estabilidad financiera teniendo en cuenta los mercados en los que se negocian los FIA. Esta es la razón de los requisitos de información con fines de supervisión que impone la Directiva GFIA[38].

Se ha confirmado que estos requisitos de información con fines de supervisión son necesarios para que los supervisores controlen los riesgos que pesan sobre el sistema financiero en todos los sectores y a escala transfronteriza. Sin embargo, un análisis más detallado lleva a pensar que es preciso considerar la posibilidad de racionalizarlos, teniendo presentes los costes irrecuperables en los que ya incurren los GFIA que cumplen las normas. Existen también algunos solapamientos con otras disposiciones legales de la Unión, tales como la presentación de informes al BCE con fines estadísticos, que posiblemente justificarían un reajuste de la actual plantilla de información prevista en el Reglamento Delegado GFIA.

La tendencia a la expansión de los préstamos no bancarios que puede observarse suscita preocupación desde la óptica de la estabilidad financiera[39]. Actualmente, y pese a ser importante para la supervisión macroprudencial, falta cierta información detallada sobre algunas clases de activos, como los préstamos apalancados y las obligaciones garantizadas por préstamos (CLO), así como información sobre los vínculos indirectos entre las entidades bancarias y no bancarias. Varias partes interesadas han pedido a la Comisión que reconsidere la conveniencia de establecer normas comunes para los FIA que conceden préstamos[40].

Por lo que se refiere a los métodos de cálculo del apalancamiento, muchas partes interesadas juzgan, en principio, apropiados el método bruto y el método del compromiso previstos actualmente en el Reglamento Delegado GFIA[41]. Sin embargo, podrían ser convenientes algunos ajustes a la luz de las conclusiones de los trabajos del Consejo de Estabilidad Financiera y de la OICV[42] en este ámbito, que se centran en la presentación de datos, así como de las recomendaciones de la JERS con vistas a la mejora de las medidas para evaluar los riesgos macroprudenciales[43].

El control del riesgo sistémico y la supervisión del sector de los FIA requieren una cooperación efectiva en materia de supervisión. La Directiva GFIA establece normas sobre las competencias de las autoridades nacionales pertinentes y su interacción, asignando una función importante a la AEVM. Si bien la Directiva GFIA proporciona el marco necesario para la cooperación de las autoridades nacionales competentes, la eficacia de las normas aún no se ha puesto a prueba.

---

[38] Anexo IV del Reglamento Delegado GFIA.

[39] El papel de las entidades financieras no bancarias en el mercado de los préstamos apalancados y en el de las CLO ha cobrado importancia. Véase Consejo de Estabilidad Financiera, *Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations (CLOs)* [Vulnerabilidades asociadas con los préstamos apalancados y las obligaciones garantizadas por préstamos (CLO)], PLEN/2019/91-REV, 22 de noviembre de 2019.

[40] Reunión del Grupo de Expertos del Comité Europeo de Valores de 27 de septiembre de 2019.

[41] Véase *supra*, nota 12, pp. 171 y 172. Véase la sección 2 del capítulo II del Reglamento Delegado GFIA.

[42] Consejo de Estabilidad Financiera, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities* (Recomendaciones para corregir las vulnerabilidades estructurales en las actividades de gestión de activos),
12 de enero de 2017; Informe final de la OICV, *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* (Recomendaciones para la gestión del riesgo de liquidez en los sistemas de inversión colectiva), febrero de 2018.

[43] Véase *supra*, nota 19.

Por otro lado, la AEVM desempeña un papel esencial en el fomento de una mayor convergencia de los estándares de la Directiva GFIA en el mercado interior, al coordinar las posiciones de las autoridades nacionales competentes. La armonización de los formularios y procesos, y la gestión central de las bases de datos por parte de la AEVM podrían contribuir al refuerzo de la convergencia en la instrumentación y aplicación de la Directiva GFIA. Tal como se explica en la evaluación pormenorizada del documento de trabajo de los servicios de la Comisión, la formulación de directrices ha demostrado ser otra herramienta útil para lograr una instrumentación y aplicación uniformes de la Directiva GFIA en toda la Unión. Cabe citar, por ejemplo, las directrices de la AEVM sobre las normas de la Directiva GFIA relativas a la remuneración de los GFIA[44].

Las normas sobre la remuneración se introdujeron en la Directiva GFIA con el objetivo de promover una gestión de riesgos eficaz y adecuada, supeditando los incentivos remunerativos a un desempeño sostenible[45]. La disminución que, según se ha señalado, se ha producido en la remuneración variable en beneficio de la fija[46] parece haber introducido una mayor aversión al riesgo en el sector de la gestión de inversiones colectivas alternativas y, de forma general, una mayor sensibilización en lo que respecta a los sistemas de remuneración adecuados[47]. A pesar de esta tendencia, algunas partes interesadas instan a que se armonicen las normas de la Directiva GFIA sobre la remuneración con los regímenes similares establecidos en otras normativas sectoriales, como la recientemente modificada Directiva sobre requisitos de capital (DRC)[48]. Esta última establece entidades e importes de remuneración que, por sus escasas proporciones, pueden estar exentos del diferimiento de la remuneración variable.

## 2.4 Impacto de las normas en la inversión en empresas no cotizadas y en la inversión en países en desarrollo o en su beneficio

Las normas de la Directiva GFIA sobre la presentación de información con fines de supervisión, el depositario, la gestión de riesgos y la remuneración no tienen en cuenta explícitamente todas las especificidades de la gestión de inversiones en capital inversión. Los requisitos de transparencia aplicables cuando un fondo de capital inversión adquiere participaciones de control en empresas no cotizadas y las disposiciones contra el desmantelamiento de activos no suponen una carga excesiva, pero no ha sido posible determinar su valor añadido debido a la falta de datos disponibles.

Los gestores de fondos de capital inversión que, debido al tamaño de las carteras que gestionan, no encajan en los parámetros reguladores de la Directiva GFIA o del Reglamento sobre los FCRE[49] se enfrentan a barreras importantes para comercializar sus fondos en otros Estados miembros[50]. Por consiguiente, algunos abogan por que se modifique la Directiva

[44] AEVM, Directrices sobre las políticas remunerativas adecuadas con arreglo a la DGFIA, 3 de julio de 2013, ESMA/2013/232.
[45] Existen indicios que confirman su eficacia a la hora de incitar a los agentes a los que van dirigidas a tener presentes los riesgos.
[46] Véase *supra*, nota 12, pp. 188 y 189.
[47] Véase *supra*, nota 12, p. 192.
[48] Directiva (UE) 2019/878 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por la que se modifica la Directiva 2013/36/UE en lo que respecta a los entes exentos, las sociedades financieras de cartera, las sociedades financieras mixtas de cartera, las remuneraciones, las medidas y las facultades de supervisión y las medidas de conservación del capital, DO L 150 de 7.6.2019, p. 253.
[49] Reglamento (UE) n.º 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos.
[50] Reuniones bilaterales con las partes interesadas.

GFIA para dar más cabida al sector del capital inversión, eliminando las cargas innecesarias y buscando maneras más eficaces de proteger a las empresas y los emisores no cotizados.

No se han hallado elementos suficientes que permitan determinar el impacto de la Directiva GFIA sobre la inversión en países en desarrollo o en beneficio de estos. No obstante, la Directiva GFIA no parece imponer restricciones reglamentarias que puedan obstaculizar dichas inversiones.

Tras la presentación de este informe a los colegisladores de la UE, la Directiva GFIA exige que la Comisión presente, si procede, propuestas, en su caso para modificar la Directiva GFIA. La Comisión aún está evaluando la necesidad de presentar nuevas propuestas en este ámbito.

También es importante tener presentes otras medidas legislativas recientes de la UE en el sector de la gestión de activos. El paquete sobre la distribución transfronteriza de fondos de inversión se adoptó, entre otras cosas, con el fin de aumentar la transparencia en relación con las tasas reglamentarias cobradas por las autoridades nacionales competentes para tramitar las notificaciones de los FIA y en relación con las normas nacionales de comercialización[51]. Las recientes modificaciones del Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión[52] han contribuido a racionalizar los requisitos de segregación de activos cuando la custodia de los activos se delega en un tercero. Las modificaciones de la DRC establecen que los GFIA que pertenecen al mismo grupo o conglomerado de empresas deberán aplicar las normas de la Directiva GFIA en materia de remuneración, evitando así que estén sujetos a múltiples conjuntos de normas que regulan a distintos intermediarios financieros[53]. El Reglamento de la UE sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros garantizará la oportuna coherencia entre los distintos marcos normativos de la UE[54]. El recientemente modificado Reglamento sobre los fondos de capital de riesgo europeos (FCRE) abrió el uso de la denominación «FCRE» a los gestores de organismos de inversión colectiva autorizados en virtud de la Directiva GFIA y amplió los parámetros de inversión[55].

Con todo, otras cuestiones planteadas en el presente informe podrían requerir la adopción de medidas adicionales a escala de la Unión para profundizar el mercado de los FIA en la UE y para responder a los avances tecnológicos, a fin de garantizar la adecuación del marco de la Directiva GFIA.

[51] Véase *supra*, nota 29.
[52] Reglamento Delegado (UE) 2018/1618 de la Comisión, de 12 de julio de 2018, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 en lo que respecta a las obligaciones de los depositarios en materia de custodia, DO L 271 de 30.10.2018, p. 1.
[53] Véase *supra*, nota 48.
[54] Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros, DO L 317 de 9.12.2019, p. 1.
[55] Reglamento (UE) 2017/1991 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2017, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 345/2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos, y el Reglamento (UE) n.º 346/2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos, DO L 293 de 10.11.2017, p. 1.