



# Convocatoria de datos para la revisión de la Directiva de la Comisión relativa a activos elegibles para organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios

Febrero 2025

Entre el 7 de mayo y el 7 de agosto de 2024 la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) ha recopilado datos de las partes interesadas para responder a la petición de asesoramiento técnico de la Comisión Europea con el objetivo de evaluar la implementación de la Directiva 2007/16/EC de la Comisión sobre activos elegibles relativos a organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (Directiva EAD, por sus siglas en inglés).

Los objetivos principales son estudiar las posibles divergencias en su implementación por los Estados miembros, así como revisar el texto a la luz de los desarrollos producidos en el mercado. Para ello, ha optado por recabar opiniones sustentadas en evidencias de todas las partes de la cadena relacionada con los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), tanto inversores como gestores y depositarios, así como sus asociaciones.

ESMA está trabajando en el texto, que publicará próximamente en su página, web donde dará a conocer los resultados de esta evaluación y la propuesta final.

## ¿Cuáles son los principales retos que se han identificado desde 2007?

Los OICVM (UCITS, por sus siglas en inglés) son una *marca con una gran reputación* que ofrece un alto nivel de protección al inversor. La Directiva de OICVM<sup>1</sup> requiere que las inversiones se realicen en activos que garanticen unos principios de liquidez y diversificación de riesgo, así como la habilidad para atender reembolsos y calcular el valor liquidativo para la emisión o reembolso de participaciones.

Si bien la Directiva de OICVM incluye una lista de activos elegibles para la inversión en su artículo 50, usa nociones generales como “valores mobiliarios” e “instrumentos del mercado monetario”. Con el objetivo de desarrollar un entendimiento común sobre esos conceptos y claridad sobre si una clase de activo es elegible, en 2007 se publicó la Directiva EAD.

Desde entonces el número, tipo y variedad de instrumentos financieros negociados en los mercados se ha incrementado, provocando incertidumbre sobre si ciertas categorías de instrumentos son elegibles e interpretaciones y prácticas de mercado divergentes.

ESMA ha trabajado para facilitar guías a los participantes en el mercado y autoridades nacionales competentes y ha llevado a cabo actuaciones de convergencia supervisora<sup>2</sup>. En ellas se ha puesto de manifiesto la dificultad de aplicar los criterios de la Directiva EAD ante la creciente complejidad de los activos y sus especificidades individuales.

Por ejemplo, han surgido preguntas sobre la elegibilidad de exposiciones directas o indirectas a clases de activos como bonos estructurados/apalancados, bonos de catástrofe, derechos de emisión, materias primas, criptoactivos o acciones no cotizadas. La Directiva EAD distingue entre (1) instrumentos respaldados o ligados al desempeño de otros e (2) instrumentos que incorporan un derivado. Hay opiniones divergentes sobre, si en estos casos, se debería usar el enfoque de transparencia (*look-through*<sup>3</sup>) y cuándo, para determinar la elegibilidad de los activos. Esto es especialmente relevante en el caso de instrumentos delta uno<sup>4</sup> y productos cotizados que pueden provocar exposición a activos no elegibles para inversión directa por OICVM.

También han surgido dudas sobre el concepto de “liquidez” de los valores negociables en la Directiva EAD. Aunque, por un lado, la norma señala que los OICVM deben tener capacidad suficiente para cumplir con las obligaciones de reembolso o recompra de las participaciones a petición de los inversores, por otro, no está claro ni su alcance ni su aplicación.

Asimismo, se han detectado problemas con la presunción de liquidez y negociabilidad en la Directiva EAD. Se ha visto que, en ocasiones, los gestores de OICVM tienen un exceso de confianza al invertir en valores cotizados (por ejemplo, instrumentos *cotizados offshore* con un volumen de negociación no significativo) y, en otros casos, han aplicado las presunciones de liquidez también a instrumentos no negociados.

<sup>1</sup> Cabe recordar que la Directiva de OICVM (Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009) data de 1985, aunque haya sido revisada en varias ocasiones con posterioridad.

<sup>2</sup> Para conocer los detalles de estas actuaciones, se pueden consultar los enlaces de interés.

<sup>3</sup> El enfoque *look-through* implica verificar que las inversiones que se realizan de manera indirecta (subyacente), como es a través de la inversión en instrumentos derivados, ligados al desempeño de otros instrumentos, fondos de inversión, etc., cumplen con los mismos requisitos que las inversiones directas.

<sup>4</sup> Los productos delta uno son derivados financieros que tienen un delta de (o muy cercano a) uno, lo que significa que para un movimiento instantáneo dado en el precio del activo subyacente se espera que haya un movimiento idéntico en el precio del derivado.

## ¿Qué está pidiendo la Comisión Europea?

En su mandato, la Comisión Europea pide a ESMA:

1. Evaluar la implementación de la Directiva EAD por los Estados miembros para detectar posibles divergencias en su aplicación. En concreto, se mencionan los ejemplos de las disposiciones relativas a instrumentos delta uno, índices, técnicas de gestión eficiente de carteras, la definición de instrumentos del mercado monetario, así como la noción de liquidez y la presunción de liquidez en relación con ciertos valores negociables.
2. Facilitar aclaraciones sobre las definiciones clave y los criterios contra los que evaluar la elegibilidad de un activo.
3. Valorar si se pueden realizar referencias cruzadas a otras normas europeas (por ejemplo, MiFID II, EMIR, Reglamento de índices de referencia o Reglamento de fondos del mercado monetario) que contribuyan a ofrecer más claridad, certeza legal y uniformidad.
4. Ver cómo y hasta qué punto se han ganado exposiciones directas o indirectas por los OICVM a ciertas clases de activos que puedan haber creado interpretaciones divergentes y/o riesgo para inversores minoristas y evaluar los riesgos y beneficios de que los OICVM ganen exposición a estas clases de activos.
5. Sobre las técnicas de gestión eficiente de carteras, facilitar aclaraciones legislativas para remediar los inconvenientes detectados durante los trabajos de convergencia supervisora de ESMA<sup>5</sup>.
6. Cuando las definiciones y criterios de elegibilidad propuestos por ESMA permitan la exposición a los activos mencionados, evaluar si esas exposiciones son adecuadas en el contexto de los OICVM

teniendo en cuenta las características de los mercados subyacentes (disponibilidad de valoración, liquidez, salvaguarda, etc).

7. Recomendar los cambios legislativos apropiados, tanto a corto como a medio o largo plazo, bien en normas de nivel 2 como de nivel 1.

A la hora de realizar este análisis y las posibles recomendaciones se pide tener en cuenta la necesidad de proteger la reputación de la marca y preservar y reforzar el buen funcionamiento del marco, la operativa de los gestores y el mejor de interés de los inversores, así como la calidad de los productos de inversión ofrecidos a minoristas.

<sup>5</sup> La revisión inter pares realizada sobre esta materia en 2018, y su informe de seguimiento de 2023, ponen de manifiesto prácticas desiguales en el mercado sobre las comisiones de préstamo de valores, por lo que se busca mejorar la protección de los inversores para que no se les cobre de más.

## ¿Cómo se ha planteado la consulta?

ESMA ha dividido su consulta en dos apartados.

1. *Aspectos relativos a la convergencia y claridad de conceptos clave:* aquí las preguntas van dirigidas a identificar las cuestiones que son necesarias abordar con más urgencia. Para ello, se realizan preguntas específicas en relación con cada uno de los distintos problemas antes señalados y se piden propuestas de mejora. También se pregunta sobre posibles incidentes con la aplicación del conocido como *trash ratio*, esto es, el límite del 10 por ciento para inversiones en activos negociables o instrumentos del mercado monetario distintos de los incluidos en el artículo 50.1<sup>6</sup> de la Directiva de OICVM y sobre las posibles interacciones y divergencias con los marcos nacionales y los problemas que esto pueda causar.
2. *Exposiciones directas e indirectas de los OICVM a ciertas clases de activos:* en este apartado se pretende buscar opiniones, así como datos y evidencias para evaluar los riesgos y beneficios de que los OICVM ganen exposición directa, o indirecta, a activos<sup>7</sup> respecto de los que existen distintos puntos de vista sobre su elegibilidad como inversiones para OICVM. Asimismo, cabe destacar, entre otras, las dos siguientes preguntas que se plantean bajo el mismo apartado: (a) el diferente impacto que podría tener, en términos de riesgos y costes para los inversores, una exposición indirecta frente a las inversiones directas en estos activos y (b) la conveniencia de usar el enfoque de *look through* para determinar la elegibilidad de los activos (con ello, la lista de activos elegibles establecida en la Directiva OICVM se consideraría exhaustiva y se reduciría el riesgo de incumplimiento mediante exposiciones indirectas a activos no elegibles a través de instrumentos como delta uno, productos cotizados o derivados).

ESMA busca realizar un análisis exhaustivo por lo que se incluyen preguntas relativas a otras cuestiones como los posibles problemas de interpretación relacionados con las inversiones a través de fondos cotizados o ETFs (Exchange Traded Funds, por su nomenclatura en inglés) de dentro o fuera de la Unión Europea, así como los riesgos y beneficios de las inversiones en valores emitidos por vehículos de titulización o sobre si permitir que los OICVM puedan mantener posiciones cortas a través de derivados o instrumentos delta uno. El detalle de las 25 preguntas, así como algunas de las respuestas facilitadas por las distintas partes interesadas, se pueden encontrar en los siguientes enlaces de interés.

<sup>6</sup> El artículo mencionado se puede encontrar en la siguiente dirección: [Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009.](#)

<sup>7</sup> Préstamos, bonos de catástrofe, bonos contingentes convertibles (CoCo), bonos sin calificación, valores en dificultades, valores no cotizados, criptoactivos, materias primas y metales preciosos, materias primas cotizadas, activos inmobiliarios, fondos de inversión inmobiliarios, SPACs, fondos de inversión alternativa de la UE o de fuera de la misma, derechos de emisión,

instrumentos delta uno, títulos de deuda cotizados en bolsa, valores respaldados por activos incluyendo los valores respaldados por hipotecas así como otros activos relevantes sobre los que se considere oportuno incluir información.

**Enlaces de interés:**

[Convocatoria de datos para la revisión de la Directiva de Activos Elegibles para OICVM \(disponible en inglés\)](#)

**Actuaciones de convergencia supervisora de ESMA:**

[Revisión entre pares sobre las Directrices de ESMA relativas a fondos cotizados \(ETF\) y otras cuestiones relativas a los OICVM](#)

[Seguimiento de la revisión entre pares de las Directrices sobre ETF](#)

[Informe final de la Actuación de Supervisión Conjunta sobre costes de 2021](#)