

COMENTARIOS DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA CNMV AL CALL FOR EVIDENCE DE ESMA SOBRE LA REVISIÓN DE LA DIRECTIVA DE ACTIVOS APTOS DE UCITS (EAD)

I. INTRODUCCIÓN

El Comité Consultivo de la CNMV (en adelante, el Comité Consultivo) agradece la posibilidad de realizar observaciones y comentarios al *call for evidence* de ESMA sobre la revisión de la Directiva 2007/16/CE de la Comisión, de 19 de marzo de 2007, que establece disposiciones de aplicación de la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (**OICVM**) en lo que se refiere a la aclaración de determinadas definiciones (en adelante, **Directiva de activos aptos** o, por sus siglas en inglés, **EAD**).

La ponencia se estructura en los siguientes apartados:

- **Apartado II. Antecedentes.** Se explica el origen de la Directiva, el motivo de la revisión y la estructura de la consulta pública.
- **Apartado III. Observaciones generales.** Se resaltan las ideas generales que subyacen a las respuestas al cuestionario.
- **Anexo.** Se acompañan las respuestas a cada una de las 25 preguntas que componen el cuestionario.

II. ANTECEDENTES

En 1985 se aprobó la Directiva 85/611, de 20 de diciembre, reguladora de los Organismos de Inversión Colectiva en valor mobiliarios). Esta Directiva fue derogada por la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y 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** o **UCITS** por sus siglas en inglés) (en adelante, **Directiva UCITS**) que incorporaba numerosas modificaciones al texto inicial del 85 y que junto con sus posteriores modificaciones, regula en gran detalle un tipo concreto de vehículo y su funcionamiento, entre otros, en lo relativo a activos aptos, reglas de diversificación y límites de concentración, técnicas a emplear para la gestión de la cartera, métodos para la medición de determinados riesgos y obligaciones de transparencia.

La propia Directiva recoge en su artículo 50, la lista de activos aptos elegibles para la inversión por las UCITS. Esta lista se desarrolla y concreta en ciertos aspectos por la Directiva de activos aptos, al objeto de establecer una comprensión armonizada de los mismos. Dado que la EAD es de fecha

anterior (2007) a la actual Directiva UCITS, sigue haciendo referencia a la lista de activos aptos recogida en la Directiva 85/611.

Tal y como se señala en el documento de ESMA, el número, tipo y variedad de instrumentos financieros negociados en los mercados financieros se ha incrementado considerablemente desde el 2007, por lo que **resulta necesaria una revisión de la Directiva de activos aptos que revierta en una mejora de la marca UCITS, que se adapte a los tiempos actuales con la incorporación de lo que se viene haciendo hasta ahora en el mercado y con un enfoque supervisor común que evite fragmentaciones, manteniendo, siempre, las exigencias de protección al inversor intactas.**

El documento consta de 25 preguntas, divididas en 2 secciones que se describen a continuación:

- (i) Cuestiones de convergencia, claridad de los conceptos y definiciones (Sección 3.1, preguntas 1-19).
- (ii) Exposiciones directas e indirectas de las UCITS a determinadas clases de activos y la recopilación y análisis de datos (Sección 3.2, preguntas 20-24).

III. OBSERVACIONES GENERALES

En este apartado se recogen una serie de **observaciones generales sobre las que se basan las respuestas a las preguntas de la consulta** de ESMA.

Como premisa de todas ellas, **se considera que los cambios derivados de la revisión de la EAD deberían ser de modernización del marco de activos aptos de UCITS y de racionalización de las obligaciones frente a determinados activos teniendo en cuenta la normativa aprobada con posterioridad a la EAD (e.g la regulación de índices de referencia) y, en ningún caso, de supresión o recorte de activos de inversión aptos**, atendiendo al buen funcionamiento de la marca UCITS tanto a nivel nacional como internacional.

Una interpretación restrictiva de los activos en los que los UCITS puedan invertir revierte negativamente en la propia diversificación del producto, así como respecto de la posibilidad de **ganar cierta exposición, aunque sea residual, a activos cuyos retornos o correlación pudieran ser interesantes para los participantes del producto**. Así, existen ciertos activos, entre otros, materias primas, criptoactivos o bonos catástrofe que permiten descorrelacionar la cartera respecto de los mercados financieros y respecto de los que sería interesante admitir, dado que no son aptos *per se* para la inversión directa por los UCITS, una exposición indirecta (vía Fondos de inversión o vía *exchange traded products* (ETPs o instrumentos delta-one), al menos residual. En lo referido **a la admisión de exposiciones indirectas a estos nuevos activos también es muy relevante el equilibrio entre esta flexibilización y apertura de la marca UCITS a las nuevas posibilidades de inversión que han ido surgiendo tras la aprobación de la Directiva, y el no desvirtuar la naturaleza última de la marca UCITS como vehículo de inversión en un contexto de escrutinio por parte de reguladores de todo el mundo de los riesgos macroprudenciales derivados de la intermediación financiera no bancaria.**

A continuación, y atendiendo al objetivo de la Comisión Europea (CE) de *"preservar y reforzar el buen funcionamiento del marco de los UCITS y el funcionamiento de las Gestoras de UCITS en el mejor interés de los inversores, así como la calidad de los productos de inversión ofrecidos a los clientes minoristas"* en el asesoramiento técnico, se recogen las siguientes observaciones generales sobre las que se basan las respuestas a las preguntas de la consulta.

A. Equilibrio entre la modernización y flexibilización de las reglas de inversión y la necesidad de preservar la marca UCITS

En un contexto de escrutinio por parte de reguladores de todo el mundo de los riesgos macroprudenciales derivados de la intermediación financiera no bancaria, resulta **especialmente relevante preservar la marca UCITS como un tipo de producto que se caracteriza por su liquidez y limitación en el apalancamiento y que no es susceptible de generar, en principio, desde el punto de vista de riesgo macroprudencial, excesiva volatilidad de precios o tensiones de liquidez en los mercados.**

Por ello, si bien las reglas de aptitud de activos requieren de una revisión para su modernización conforme a los avances de los mercados financieros, es preciso preservar las características fundamentales del vehículo UCITS que subyacen a la posición expresada en el reciente comunicado¹

¹ Las autoridades del mercado financiero de España, Austria, Francia e Italia destacan sus prioridades sobre un enfoque macroprudencial de la gestión de activos (15 de abril de 2024)

sobre el enfoque macroprudencial en la gestión de activos las cuatro autoridades de grandes mercados europeos, entre ellas, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (**CNMV**), en el que, con carácter general, se desestiman los requisitos de capital y los colchones de liquidez para los fondos de inversión y se propone centrar la atención supervisora en aquellos casos en los que las características de la gestión de activos generen una excesiva volatilidad de los precios y tensiones de liquidez.

Es más, en el contexto de la unión de mercado de capitales (**UCM**), siendo uno de los pilares estratégicos fundamentales la participación minorista en los mercados de capitales, vehículos como los UCITS, por su transparencia, regulación estricta y supervisión, están llamados a jugar un papel fundamental.

B. Importancia de un enfoque general en la revisión del marco de activos aptos para UCITS

El funcionamiento de la Directiva de activos aptos es valorado positivamente. No obstante, tal y como señala la propia CE en su mandato, se considera importante hacer un balance de las prácticas de mercado para garantizar que las reglas de elegibilidad se implementen de manera uniforme en todos los Estados miembros, teniendo en cuenta, tanto la evolución del mercado, como la de la normativa aplicable que se haya producido en los últimos 16 años.

En este sentido, a la hora de analizar y mejorar el marco regulatorio de los activos aptos para UCITS, dado que, como ya se ha señalado, la idoneidad del activo para inversión se determina no sólo por la aplicación de la EAD, sino también en relación con los demás requisitos establecidos en el marco general de la Directiva UCITS, **sería conveniente aprovechar la revisión de la EAD para reflexionar a su vez sobre el marco en su conjunto y no limitarlo a las cuestiones desarrolladas en la Directiva de activos aptos**, por cuanto que tienen su base en lo previsto en la propia Directiva UCITS.

Así, se debería aprovechar la revisión en curso para **mejorar algunas cuestiones concretas del nivel I de la Directiva UCITS, como la exposición a otras IIC, aunque sea dentro del porcentaje conjunto del 10% del artículo 50.2.a) de la Directiva UCITS y la supresión de la regla de diversificación en seis emisiones cuando se invierte más del 35% en deuda pública de un mismo emisor.**

Dentro de este enfoque general de revisión, destacan las siguientes cuestiones:

i) Análisis aptitud de activos versus liquidez y negociabilidad del mercado

La Consulta plantea la posible modificación de la actual presunción de liquidez y negociabilidad de los valores mobiliarios admitidos a negociación recogida en el artículo 2.1 de la EAD.

A ese respecto, se considera que la labor de los gestores es gestionar los riesgos de inversión, por lo que, en el caso de valores mobiliarios admitidos a negociación en un mercado regulado, **cuestiones como la liquidez o negociabilidad de un activo concreto, deberían tratarse en el ámbito de gestión de la liquidez del vehículo. Esto es, la norma no debería incluir requisitos adicionales referidos a la liquidez y negociabilidad de los valores mobiliarios admitidos a negociación en mercados regulados para ser aptos para la inversión, sin perjuicio de que el gestor deba analizar la liquidez de cada activo concreto (tanto con carácter previo a su incorporación a la cartera como de manera continua), aunque esté**

admitido a negociación en un mercado regulado, en el marco de su política de gestión de liquidez.

En este sentido, la revisión de la EAD ha de tener en cuenta todo el marco normativo de UCITS conforme al cual, los Gestores, tienen unas obligaciones cada vez más concretas y detalladas en el ámbito de la gestión de la liquidez, lo que permite minimizar este riesgo. La Directiva (UE) 2024/927 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de marzo de 2024, ha introducido recientemente en la normativa UCITS herramientas de liquidez para reforzar este aspecto. Es más, **ESMA en sus resultados sobre la Acción Supervisora Común de 2020 sobre gestión de la liquidez de las UCITS señala, en los párrafos 9, 10 y 11, que eran pocos los casos en los que las ANC identificaron riesgos de liquidez significativos que podrían poner en peligro la capacidad del UCITS analizado para atender las solicitudes de reembolso o para cumplir con sus otras obligaciones.** Para un número muy limitado de UCITS, los perfiles de liquidez apuntaban a posibles riesgos de desfase entre activos y pasivos, que sólo en ocasiones se mitigaban mediante herramientas de gestión de liquidez. **En la mayoría de los casos, el ejercicio encontró que el nivel de cumplimiento de las normas aplicables sobre gestión de la liquidez era satisfactorio y las entidades cumplían con sus obligaciones regulatorias.**

Por todo ello, y en línea con la idea de que la revisión de la EAD tenga en cuenta todo el marco general de UCITS, **cabe concluir que las actuales normas que regulan la gestión de liquidez son suficientes para garantizar la adecuada liquidez de los activos de los UCITS sin necesidad de tener que incluir requisitos adicionales en las reglas de aptitud de activos para los valores mobiliarios admitidos a negociación.**

ii) **Modificación de determinados aspectos de la Directiva UCITS**

- **Actualización del porcentaje del 10% de inversión en otros activos del artículo 50.2 a) de la Directiva UCITS. Opinión de ESMA**

La Directiva UCITS en su considerando (39) señala que **debe facilitarse la creación de oportunidades para que un UCITS invierta en UCITS y en otros organismos de inversión colectiva (OIC).**

Resulta esencial que se permita y se potencie la inversión de los UCITS en otro tipo de OIC, como, por ejemplo, los Fondos de inversión europeos a largo plazo (FILPE), que no solo permiten la oportunidad de dar acceso a los UCITS a inversión en una amplia gama de activos, sino que, además, sino que además es un producto que presenta las más altas salvaguardas de protección al inversor, al estar dirigido a minoristas, o los FIAs abiertos, que son un vehículo regulado a nivel UE.

Adicionalmente, una interpretación restrictiva de los activos en los que los UCITS puedan invertir revierte negativamente en la propia diversificación del producto, así como respecto de la posibilidad de ganar cierta exposición residual a activos cuyos retornos o correlación pudieran ser interesantes para los partícipes del producto. Así existen activos más sofisticados en los que la inversión a través de una Instituciones Inversión Colectiva (IIC) permitiría a los UCITS acceder a una gestión especializada de los mismos. La inclusión en el 50.2.a) de la inversión en IIC distintas a las del 50.1.e) permitiría a los UCITS ganar exposición de manera indirecta vía fondos de inversión a determinados activos (ej: materias primas, bonos catástrofe, criptoactivos) a través de vehículos con

una gestión especializada en dichos activos que cuentan con la experiencia y conocimientos necesarios para la inversión en los mismos. Esta exposición además estaría limitada, tanto por el porcentaje del 10%, como por las reglas de diversificación.

El artículo 50.2.a) de la Directiva UCITS debería leerse, como un coeficiente de libre disposición para la inversión en activos financieros que no cumplan con alguno de los requisitos previstos para cada uno de los tipos activos previstos en el apartado 50.1 por cuanto que, salvo por la prohibición de inversión en metales preciosos, la Directiva no establece ninguna otra restricción específica a la inversión. Así, por ejemplo, las IIC que no cumplan con los requisitos previstos en la letra e) del artículo 50.1 deberían poder incluirse en el porcentaje del 10% del artículo 50.2 a).

Si bien lo óptimo sería modificar el propio artículo 50.2.a), cabría también una interpretación distinta a la realizada por ESMA en su Opinión sobre el artículo 50.2.a), pudiendo interpretarse este artículo como una derogación general de lo previsto en el apartado 1 de artículo 50, y no como un numerus clausus únicamente aplicable a valores mobiliarios o instrumentos del mercado monetario.

En cualquier caso, al menos, se podría reinterpretar lo previsto en la Opinión considerando como valores mobiliarios, todos aquellos fondos abiertos que sean admitidos a negociación (ETF) y que no cumplan lo establecido en la letra e) del artículo 50.1, al igual que hace la propia Directiva de activos aptos con los fondos cerrados que sean transmisibles, a los que otorga la consideración de valores mobiliarios. En este supuesto se aplicaría a los ETF incluidos en el 50.2. a) las reglas de diversificación previstas para valores mobiliarios.

Sin perjuicio de lo anterior, la transparencia e información al partícipe es fundamental, por ello, la política de inversión del UCITS deberá quedar adecuadamente reflejada tanto en el folleto como en el documento de información al inversor de la IIC, previendo claramente el tipo de activos que se podrán incorporar al vehículo por vía de esta exposición indirecta.

Si lo anterior se considera adecuado, también se podría evaluar la opción de invertir directamente en este tipo de activos dentro del mismo porcentaje.

- **Supresión de la obligación de diversificación en 6 emisiones, cuando se invierta más de 35% en deuda pública de un mismo emisor**

El incumplimiento de determinados requisitos de diversificación previstos en el nivel I de la Directiva UCITS, como el relativo a diversificar al menos en 6 emisiones cuando se invierta más del 35% en Deuda Pública de un mismo emisor (último párrafo del artículo 54 Directiva UCITS), obliga a que una serie de fondos diseñados para inversores minoristas, sean calificados como fondos de inversión alternativos, con las implicaciones que esta calificación tiene en cuanto a su distribución.

En este sentido, para sustentar esta propuesta, es conveniente actualizar el **contexto en el que se introdujo este requisito y el riesgo que la Directiva intentó mitigar al hacerlo.**

En la propuesta original de directiva de la CE (de julio de 1976), el requisito de las seis emisiones no existía. En su lugar, existía una cláusula general (Art. 26.3) que permitía a

los Estados miembros renunciar a la aplicación de límites de diversificación en el caso de valores emitidos o garantizados por los “emisores cualificados”.

Tras las modificaciones introducidas por el Consejo, la Directiva finalmente adoptada (85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985) introdujo el requisito de las seis emisiones en su artículo 23. Para contextualizar el artículo 23, también resulta útil recordar el penúltimo considerando de la Directiva, que explica el objetivo de este requisito: “*Considerando que la libre comercialización de las participaciones emitidas por OICVM autorizados a invertir hasta el 100 % de sus activos en valores mobiliarios emitidos por el mismo organismo (Estado, autoridad local, etc.) no puede tener el efecto directo o efecto indirecto de perturbar el funcionamiento del mercado de capitales o de la financiación de los Estados miembros o de crear situaciones económicas similares a las que el apartado 3 del artículo 68 del Tratado pretende evitar*”.

La conclusión es que el requisito de las seis emisiones introducido en la Directiva UCITS no estaba dirigido tanto a la protección de los inversores, sino a garantizar el correcto funcionamiento del mercado de capitales y de la financiación de los Estados miembros.

Además, considerando que:

- Una vez que la Directiva permite a un UCITS invertir hasta el 100% de sus activos en un único emisor, **el riesgo de crédito es el principal riesgo al que se enfrenta dicho UCITS y afecta a todas las emisiones de la misma manera.** Por lo tanto, el riesgo de crédito no se ve mitigado por este requisito.
- Para determinados **Fondos con estrategias de inversión de gestión pasivas y con un plazo mínimo recomendado para mantener sus participaciones** (como Fondos garantizados o similares), cuya cartera se basa frecuentemente en un bono cupón cero, a más referencias ISIN son incluidas en la cartera, más difícil y cara es su gestión y mayor es el riesgo de duración que enfrentan los gestores y sus inversores, en detrimento de la rentabilidad del producto.
- En la Consulta de ESMA sobre la revisión de las disposiciones sobre diversificación de garantías en las Directrices sobre ETF y otras cuestiones sobre UCITS, se cuestionó la conveniencia de ampliar el requisito de seis emisiones a los títulos públicos recibidos por UCITS como garantía. En su informe final², **ESMA admite los desafíos operativos para su implementación, pero aún extiende este requisito a las garantías, por la mera razón de garantizar la alineación con las disposiciones del artículo 54(1) de la Directiva UCITS.**

En resumen, existen argumentos contundentes para eliminar el requisito de las seis emisiones de la Directiva UCITS y animamos a ESMA a que, en el contexto de revisión de esta Directiva, ponga de manifiesto aspectos, que, como este, a pesar de encontrarse recogidos en el nivel I, deberían modificarse a fin de mejorar el marco de inversiones de los UCITS.

² ESMA/2014/294

C. Evitar la fragmentación de los mercados favorecida por divergencias en la interpretación y aplicación de la normativa por parte de las ANC.

Resulta fundamental que las prácticas de supervisión sean coherentes, eficaces y efectivas, así como que garanticen la aplicación común, uniforme y coherente del Derecho de la Unión, como prevé el artículo 16 del Reglamento (UE) nº 1095/2010 por el que se crea ESMA, de lo contrario existe el riesgo de arbitraje regulatorio y fraccionamiento del mercado.

- i) **Una de las cuestiones prioritarias es la necesidad de armonización de la obligación o no de realizar *look-through*, siendo de interés general el establecimiento de criterios comunes sobre cuándo se ha de realizar y cuando no este ejercicio.** Así, la mayor o menor flexibilidad con la que actualmente cada jurisdicción aplica este principio implica una mayor o menor posibilidad de obtener exposición indirecta (vía derivados, índices, instrumentos *delta-one* u otras IIC) a subyacentes no aptos *per se* para UCITS. A continuación, **se recogen las principales cuestiones en torno a la realización del *look-through*:**

– Índices Financieros:

Una forma en la que, dependiendo de la jurisdicción en la que nos encontremos, se puede tener exposición a activos no aptos es a través de índices financieros, por cuanto que ni la Directiva UCITS, ni EAD obliga a realizar un *look-through* de los mismos.

Sin embargo, algunas normativas nacionales, sí exigen que los índices financieros estén referenciados a subyacentes aptos o previamente autorizados (artículo 5.1.b) ii) Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo, sobre operaciones de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero con instrumentos financieros derivados y por la que se aclaran determinados conceptos del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre).

A este respecto, se debería armonizar, con un enfoque flexible, la posibilidad de exposición a activos no aptos *per se* para UCITS, esto es permitir esta posibilidad siempre que el índice cumpla los requisitos de diversificación establecidos en la normativa.

– Instrumentos *Delta-one*:

El Comité reconoce que cualquier criterio adicional para la inversión en ETPs *Delta-one* es más restrictivo de lo establecido en la Directiva. No obstante, en el caso en que se revise o se concrete más la actual redacción de la EAD en este punto, el criterio del supervisor español de considerar aptos para UCITS los ETPs con negociación diaria y precio de mercado determinado a través de operaciones de compraventa realizadas por terceros, parece ser una opción razonable para no tener que realizar *look-through* del subyacente.

– Inversión en otras IIC

Por último, respecto de la inversión en otras IIC, algunas jurisdicciones exigen realizar un *look-through* en la inversión en otras IIC UCITS precisamente por las actuales divergencias existentes en la aplicación de los requisitos de aptitud de activos de la

Directiva UCITS. En la medida en que estas divergencias se eliminen debería de desaparecer esta necesidad de hacer *look-through*.

- ii) **En relación con las técnicas de gestión eficiente de las carteras previstas en la Directiva UCITS y su normativa de desarrollo;** resulta prioritario recordar que, debido a una falta de desarrollo regulatorio nacional, **el préstamo de valores**, siendo una operativa que mejora el funcionamiento de los mercados y da una rentabilidad adicional a los partícipes operación, **se puede llevar a cabo en todos los países de la Unión Europea menos en España, lo que sitúa a las IIC españolas en una situación de desventaja competitiva.**

- D. **La revisión de la Directiva EAD debería aprovecharse para alinear conceptos y requisitos que se han visto superados con la evolución de la normativa**

La Directiva UCITS establece una serie de requisitos adicionales en lo que atañe a la utilización de índices de referencia por los UCITS. Con la incorporación al marco legislativo financiero europeo del Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los Fondos de inversión, y por el que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) n.º 596/2014 ("**Reglamento de Benchmarks**") que busca *garantizar la exactitud e integridad de los índices utilizados como índices de referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión en la Unión*, **se debería contemplar la supresión de cargas adicionales en relación con la gobernanza y transparencia de los índices, debiendo limitarse el análisis de la aptitud del índice financiero, en aquellos casos en los que el administrador y/o el índice se encuentran autorizados o registrados de conformidad con el Reglamento de Benchmarks, a la adecuada diversificación de los subyacentes.**

ANEXO

P1: En su opinión, ¿cuál es la **cuestión más acuciante que debe abordarse en la Directiva de activos aptos** con vistas a mejorar la protección de los inversores, la claridad y la convergencia en materia de supervisión en toda la UE?

Una revisión del marco de aptitud activos bajo un enfoque general, no sólo, planteada en términos de revisión de la EAD sino del marco de aptitud de activos UCITS, incluido el nivel I.

En este sentido, no solo debería revisarse la Directiva de activos aptos, sino el marco completo de aptitud de activos de inversión de UCITS permitiendo que la adaptación a los mercados y armonización en la aplicación y, por ende, de protección a la inversión, se pueda plantear de una manera adecuada. Al efecto, nos remitimos a lo dispuesto en el apartado b) de las observaciones generales y en concreto a (i) la posibilidad de invertir en IIC abiertas dentro del artículo 50.2 a) de la Directiva UCITS y (ii) la eliminación de la obligación de diversificación en 6 emisiones, cuando se invierta más de 35% en deuda pública de un mismo emisor recogida en la Directiva UCITS.

No obstante, atendiendo al mandato previsto por la CE, la cuestión fundamental es la necesidad de armonización sobre la obligación o no de realizar *look-through* de los activos, siendo de interés general el establecimiento de criterios comunes sobre cuándo se ha de realizar y cuando no este ejercicio.

P2: ¿Ha experimentado algún problema recurrente o significativo con la interpretación o aplicación coherente de la Directiva de activos aptos³ con respecto a los **índices financieros**?

En caso afirmativo, describa cualquier problema recurrente o importante que haya experimentado y cómo propondría modificar la Directiva de activos aptos para mejorar la protección de los inversores, la claridad y la convergencia supervisora. Cuando corresponda, especifique a qué índices se refiere y cuáles fueron las características específicas de esos índices que generaron dudas o preocupaciones. Cuando sea posible, proporcione datos que justifiquen la materialidad del problema.

Al objeto de invertir en índices financieros, la Directiva de activos aptos debería limitarse a exigir, en aquellos casos en los que el administrador y/o el índice se encuentran autorizados o registrados de conformidad con el Reglamento de Benchmarks, que los índices financieros se encuentren suficientemente diversificados, por cuanto que las cuestiones relativas a la gobernanza y la transparencia de los índices financieros se regulan en el Reglamento de Benchmark.

Por otra parte, no existe una aplicación uniforme en todas las jurisdicciones respecto de la exposición a activos no aptos a través de índices financieros. Si bien ni la Directiva UCITS, ni EAD obligan a realizar un *look-through* de los mismos, en algunas normativas nacionales se exige que los índices financieros estén referenciados a subyacentes aptos o previamente autorizados.

Adicionalmente, en atención a los nuevos requisitos de gobernanza y conflictos de intereses de los administradores, debería aclararse que, si contrata un derivado sobre un índice, no existe restricción para que la contrapartida pueda ser del mismo grupo financiero⁴

³ En particular, los artículos 9 y 12 de la Directiva de activos aptos.

⁴ En particular, el Reglamento de Benchmark exige: (i) La adopción de las medidas adecuadas para identificar y prevenir o gestionar los conflictos de intereses entre él mismo y, entre otros, los usuarios (entre ellos, las IIC) (art.4.1); (ii) La elaboración de un índice de referencia estará operativamente separada de cualquier área de actividad del administrador que pueda originar un conflicto de intereses real o potencial (art.4.2); (iii) En su condición de administradores de índices bajo BMR, estas entidades están sujetas a supervisión de la autoridad supervisora competente (en España, CNMV) (arts. 34 a 36). Los citados artículos no se ven modificados por el texto de modificación adoptado por el Parlamento Europeo el pasado 24 de abril.

P3: ¿Ha experimentado algún problema recurrente o significativo con la interpretación o la aplicación coherente de la Directiva de activos aptos⁵ con respecto a **los instrumentos del mercado monetario**?

En caso afirmativo, describa los problemas que ha experimentado y cómo propondría modificar la EAD para mejorar la protección de los inversores, la claridad y la convergencia supervisora. Cuando proceda, sírvase describir las características específicas de los instrumentos del mercado monetario que suscitaron dudas o problemas.

No se han detectado problemas en relación con la interpretación de las normas relativas a los instrumentos del mercado monetario.

P4: ¿Ha experimentado algún problema recurrente o significativo con la interpretación o la aplicación coherente de las disposiciones de la Directiva de activos aptos⁶ en relación con los conceptos de **«liquidez» o «activos financieros líquidos»**?

En caso afirmativo, describa los problemas que ha experimentado y cómo propondría modificar la Directiva de activos aptos para especificar mejor estos conceptos con vistas a mejorar la protección de los inversores, la claridad y la convergencia supervisora. Cuando proceda, explique las diferencias que deban establecerse entre las distintas clases de activos⁷.

No se considera necesaria la inclusión de requisitos adicionales a las definiciones de la Directiva de activos aptos. A este respecto, véase lo indicado en la próxima pregunta.

P5: En la Acción Supervisora Común (ASC) de ESMA de 2020 sobre la gestión del riesgo de liquidez de los UCITS se detectaron problemas con respecto a la **presunción de liquidez y negociabilidad** establecida en la Directiva de activos aptos⁸.

A la luz de los cambios en las condiciones del mercado desde 2007, ¿considera que esta presunción de liquidez y negociabilidad sigue siendo adecuada? En la medida de lo posible, facilite opiniones, datos o estimaciones sobre el posible impacto de la eliminación de la presunción de liquidez y negociabilidad establecida en la Directiva de activos aptos.

La presunción de liquidez y negociabilidad, prevista en el último párrafo del apartado 1 del artículo 2, ya dispone que en el caso de que, **cuando el gestor disponga de información de la que quepa extraer otra conclusión, no considerará la presunción de liquidez y negociabilidad del mercado**, no obstante, en caso contrario, atendiendo a lo dispuesto en la norma, podrá presumir liquidez, negociabilidad y capacidad para atender a los reembolsos del UCITS.

Por otra parte, señalar que en los párrafos 9, 10 y 11, de la citada (ASC) ESMA indicaba a su vez que eran pocos los casos en los que las ANC identificaron riesgos de liquidez significativos que podrían poner en peligro la capacidad del UCITS analizado para atender las solicitudes de reembolso o para cumplir con sus otras obligaciones. Para un número muy limitado de UCITS, los perfiles de liquidez apuntaban a posibles riesgos de desfase entre activos y pasivos, que sólo en ocasiones se mitigaban mediante herramientas de

⁵ En particular, los artículos 3 a 5 de la Directiva de activos aptos.

⁶ En particular, el artículo 2, apartado 1, letra c) de la Directiva de activos aptos.

⁷ Por ejemplo, diferencias entre la liquidez de los instrumentos de liquidez y de deuda.

⁸ Artículo 2, apartado 1, último subapartado de la Directiva de activos aptos. Véanse también las páginas 3 y 4 del informe de ESMA sobre la Acción Supervisora Común de 2020 sobre la gestión del riesgo de liquidez de los UCITS sobre las cuestiones observadas a este respecto.

gestión de liquidez. En la mayoría de los casos, el ejercicio encontró que el nivel de cumplimiento de las normas aplicables sobre gestión de la liquidez era satisfactorio y las entidades cumplían con sus obligaciones regulatorias.

Dado que la labor de los gestores es gestionar los riesgos de inversión y que, de acuerdo con la ACS, no se han detectado problemas de liquidez en UCITS, unido a la reciente modificación de la Directiva UCITS que ha incluido herramientas de liquidez que permitan una mejor gestión del riesgo de liquidez, se considera que **cuestiones como la liquidez o negociabilidad de los activos, deben tratarse de manera separada y por tanto quedar fuera del debate sobre la aptitud de los activos que pueden formar parte de la cartera de un UCITS**. Esto es, la norma no debería incluir requisitos adicionales referidos a la liquidez y negociabilidad de los valores mobiliarios admitidos a negociación para ser aptos para la inversión, sin perjuicio de que el gestor deba analizar la liquidez de cada activo concreto, aunque esté admitido a negociación en un mercado regulado, en el marco de su política de gestión de liquidez.

P6: Explique cómo entiende el concepto de **activos líquidos auxiliares**⁹ y cualquier problema recurrente o significativo que pueda haber experimentado en este contexto. Por favor, aclare si se mantienen como depósitos bancarios a la vista y qué más se utilizan como activos líquidos auxiliares. Cuando proceda, distinga entre los activos líquidos complementarios denominados en (1) la divisa base del Fondo y (2) las divisas extranjeras.

No hay comentarios a este respecto.

P7: Más allá de la tenencia de divisas con fines de liquidez, ¿cree que debería permitirse a los UCITS adquirir o mantener **divisas** también con fines de inversión, teniendo en cuenta la elevada volatilidad y la devaluación/depreciación de algunas divisas?¹⁰ En su caso, distinga entre inversiones directas e indirectas.

No hay comentarios a este respecto.

P8: ¿Ha observado algún problema recurrente o significativo con la interpretación o aplicación consistente del **límite del 10%** establecido en la Directiva UCITS para inversiones en valores mobiliarios e instrumentos del mercado monetario distintos de los mencionados en el artículo 50(1) de la Directiva UCITS?¹¹

En caso afirmativo, explique las cuestiones y cómo propondría abordarlas en la Directiva de activos aptos con vistas a mejorar la protección de los inversores, la claridad y la convergencia en materia de supervisión.

Si bien no es un problema de divergencia interpretativa dado que existe una opinión de ESMA al respecto si se quiere poner de manifiesto la relevancia de, bien vía modificación del artículo 50.2 a) de la Directiva UCITS o del artículo 2.2 EAD o por vía de modificar la opinión de ESMA, incluir en el 10% de dicho artículo a las IIC abiertas que no cumplan los requisitos de la letra e) del artículo 50.1 de la Directiva UCITS.

Esta permitiría invertir en las participaciones/acciones de otro tipo de Fondos, que ya cuentan con una regulación general exigente a nivel de gestión como pueden ser los FIA de la UE o específica a nivel de producto como pueden ser los FILPE.

⁹ De conformidad con el artículo 50, apartado 2, párrafo segundo, de la Directiva UCITS. Véase también el considerando 41 de la Directiva UCITS.

¹⁰ Por favor, especifique en qué medida esto se hace de conformidad con el artículo 50, apartado 1, letra f), en relación con el artículo 52, apartado 1, letra b), de la Directiva UCITS.

¹¹ Artículo 50, apartado 2, letra a) de la Directiva UCITS. Téngase en cuenta también el Dictamen de ESMA de 2012 antes mencionado sobre esta disposición.

También se debería poder incluir en este 10%, IICs con exposición a subyacentes no aptos para UCITS (materias primas, criptoactivos, bonos catástrofe) que permiten acceder de manera indirecta a un tipo de activo que requiere una experiencia y gestión profesionalizada, especialmente si se trata de ETFs que coticen en mercados regulados de jurisdicciones UE o de países como Estados Unidos. Las limitaciones se establecerían vía requisitos de diversificación y transparencia en cuanto a la información al inversor.

Si lo anterior se considera adecuado, también se podría evaluar la opción de invertir directamente en este tipo de activos dentro del mismo porcentaje.

P9: ¿Los **criterios de "valores mobiliarios"** establecidos en la Directiva de activos aptos¹² son lo suficientemente adecuados y claros? En caso contrario, describa cualquier problema recurrente o significativo que haya observado y cómo propondría modificar la Directiva de activos aptos para mejorar la protección de los inversores, la claridad y la convergencia supervisora.

Se consideran adecuados los criterios establecidos en relación con el concepto de transmisión de los valores.

P10: ¿Cómo se interpretan y aplican en la práctica los **criterios de valoración y gestión de riesgos** establecidos en la Directiva de activos aptos¹³, en particular la necesidad de que (1) los riesgos sean "captados adecuadamente" por el proceso de gestión de riesgos y (2) se disponga de valoraciones/precios "confiables"?

Describa cualquier problema recurrente o significativo que haya observado con la interpretación o aplicación coherente de estos criterios y cómo propondría modificar la Directiva de activos aptos para mejorar la protección de los inversores, la claridad y la convergencia supervisora.

Los criterios sobre valoración y gestión del riesgo deberían quedar fuera de la evaluación de la aptitud de los valores mobiliarios negociados en mercado. Véase respuesta a la pregunta 5.

P11: ¿Son adecuadas y suficientemente claras las disposiciones de la Directiva de activos aptos sobre inversiones en **instrumentos financieros respaldados por activos distintos de los enumerados en el artículo 50, apartado 1, de la Directiva UCITS, o vinculados al rendimiento de dichos activos?** ¹⁴

Describa cualquier problema recurrente o significativo que haya observado a este respecto y cómo propondría modificar la Directiva de activos aptos para mejorar la protección de los inversores, la claridad y la convergencia supervisora.

Una de las cuestiones fundamentales es la necesidad de armonizar si existe obligación o no de realizar *look-through*, siendo de interés general el establecimiento de criterios comunes sobre cuándo se ha de realizar y cuando no este ejercicio. Así la mayor o menor flexibilidad con la que actualmente cada jurisdicción aplica este principio implica una mayor o menor posibilidad de obtener exposición indirecta (vía derivados, índices, instrumentos *delta-one* u otras IIC) a subyacentes no aptos *per se* para UCITS.

Ver contestación a la pregunta 13.

¹² En particular, el artículo 2, apartado 1, letras a – g de la Directiva de activos aptos.

¹³ En particular, el artículo 2, apartado 1, letras c y g de la Directiva de activos aptos.

¹⁴ Artículo 2, apartado 2, letra c), de la Directiva de activos aptos.

P12: ¿El concepto de derivados «**implícitos**» (*embedded derivatives*) establecido en la Directiva de activos aptos¹⁵ es lo suficientemente adecuado y claro?

Describe cualquier problema recurrente o significativo que haya observado con la interpretación o aplicación coherente de este concepto y cómo propondría modificar la Directiva de activos aptos para mejorar la protección de los inversores, la claridad y la convergencia supervisora.

No se tiene conocimiento de que existan problemas en relación con el concepto de derivado implícito.

P13: En relación con las Preguntas 11 y 12, ESMA es consciente de las interpretaciones divergentes sobre el tratamiento de **los instrumentos delta-one** según la Directiva de activos aptos, teniendo en cuenta que podrían proporcionar a los UCITS exposiciones a clases de activos que no son elegibles para inversión directa (ver también la Sección 3.2). ¿Cómo propondría modificar la Directiva de activos aptos, para mejorar la protección de los inversores, la claridad y la convergencia supervisora? Proporcione detalles sobre la evaluación de la admisibilidad de diferentes tipos de instrumentos delta-one, identifique los problemas por producto y proporcione datos que respalden el razonamiento.

Resulta necesario determinar las situaciones en las que la Gestora debe realizar un *look-through* del activo y cuando no, para mayor seguridad jurídica.

En este sentido, si bien cualquier criterio adicional para la inversión en ETPs Delta-one es más restrictivo de lo establecido en la Directiva, en el caso de que se revise o se concrete más la actual redacción de la EAD en este punto, el criterio del supervisor español de considerar aptos para UCITS los ETPs con negociación diaria y precio de mercado determinado a través de operaciones de compraventa realizadas por terceros, parece ser una opción razonable para no tener que realizar *look-through* del subyacente¹⁶.

P14: ¿Ha observado algún problema recurrente o significativo con la interpretación o aplicación coherente de las normas sobre **inversiones de UCITS en otros UCITS y Fondos de inversión alternativos (FIA)**? En este contexto, ¿ha observado algún problema en términos de claridad, interacción y coherencia lógica entre (1) las normas sobre inversiones en UCITS y otros Fondos abiertos establecidos en la Directiva UCITS¹⁷ y (2) las disposiciones sobre inversiones de UCITS en Fondos cerrados establecidas en la Directiva de activos aptos¹⁸?

Describe cualquier problema recurrente o significativo que haya observado a este respecto y cómo propondría modificar las normas pertinentes para mejorar la protección de los inversores, la claridad y la convergencia supervisora. Cuando sea relevante, distinga entre diferentes tipos de FIA (por ejemplo, cerrados, abiertos), estrategias de inversión (bienes inmuebles, Fondos inversión libre (FIL), capital privado, capital de riesgo, etc.) y ubicación (por ejemplo, UE, fuera de la UE, países específicos). En este contexto, por favor, comparta también sus opiniones sobre si es necesario actualizar la redacción jurídica utilizada en la Directiva de activos aptos y la Directiva UCITS dado que, por ejemplo, se refieren a "Fondos de tipo

¹⁵ En particular, el artículo 2, apartado 3, y el artículo 10 de la Directiva de activos aptos.

¹⁶ Pregunta 39 del documento de preguntas y respuestas de sobre la normativa de IIC, ECR y otros vehículos de inversión colectiva cerrados.

¹⁷ Artículo 50, apartado 1, letra e), de la Directiva UCITS.

¹⁸ Artículo 2, apartado 2, letras a) y b), de la Directiva de activos aptos.

abierto" y "Fondos de tipo cerrado", mientras que podría parecer preferible utilizar el concepto de "FIA" a estas alturas dada la posterior introducción de la DGFIA¹⁹ en 2011.

La actual diferenciación que la EAD realiza entre Fondos cerrados y Fondos abiertos, de manera que sólo los primeros pueden entrar dentro del porcentaje del 10% del 50.2.a), al equiparlos a valores mobiliarios no parece que tenga sentido desde el punto de vista de que sean aptos para la inversión por UCITS. Así, el actual marco normativo impide la inversión por los UCITS en participaciones/acciones de otro tipo de Fondos, sólo por el hecho de ser Fondos abiertos, que ya cuentan con una regulación general exigente a nivel de gestión como pueden ser los FIA abiertos de la UE o específica a nivel de producto como pueden ser los FILPE, mientras que se podría invertir en vehículos de capital riesgo de jurisdicciones no UE (si cumplen determinados requisitos) que en muchos casos pueden tener una liquidez inferior a los Fondos abiertos.

Por tanto, parece que el incluir una referencia a los FIAs en el apartado 50.2.a), sin diferenciar entre Fondos cerrados y abiertos, sería más razonable que la actual redacción del artículo 2.2 de la EAD. Esta remisión debería ir acompañada de la posibilidad de invertir en Fondos similares a los FIAs (en cuestiones como supervisión del gestor, disponibilidad de valoración) de jurisdicciones no UE.

Asimismo, se debería permitir en este porcentaje la exposición vía ETF a determinados activos no aptos para UCITS (materias primas, criptoactivos, etc..) siempre que se trate de ETFs admitidos a negociación en mercados regulados de la UE o de jurisdicciones que ofrezcan nivel de protección similar (ej: Estados Unidos), que desde el punto de vista económico son similares a los valores negociables del artículo 50.1 a) de la Directiva UCITS, pero que al tener la consideración de IIC y no de valor mobiliario conforme a la Directiva y no ser similares (entre otra cuestiones, por su subyacente) a los UCITS, quedan actualmente fuera del universo inversor de los UCITS.

Ver contestación a pregunta 15.

P15: Más concretamente, ¿ha observado algún problema recurrente o significativo en la interpretación o aplicación coherente de las normas sobre inversiones de los **UCITS en (1) ETF de la UE y (2) ETF de fuera de la UE?**

Por favor, describa cualquier problema que haya observado a este respecto y cómo propondría modificar las normas pertinentes para mejorar la protección del inversor, la claridad y la convergencia de la supervisión.

Los Fondos UCITS españoles ven imposibilitada su inversión en Fondos cotizados o ETFs de Estados que no formen parte de la Unión Europea.

Los ETFs se consideran como IICs, de manera que su aptitud se rige por lo establecido en el artículo 50. 1 e) de la Directiva UCITS. En el caso de ETFs no UCITS, por ejemplo ETFs estadounidenses, hay en muchos supuestos en que no se cumpliría con el requisito 3º de similitud ("*3.º Que las normas sobre régimen de inversiones, segregación de activos, endeudamiento, apalancamiento y ventas al descubierto sean similares a las de la normativa española contenidas en la sección I del capítulo I del título III*") y por tanto no serían aptos para la inversión en aplicación del artículo 50.1.e) de la Directiva UCITS. Si a esto se le añade que tampoco se consideran aptos dentro del artículo 50.2 a) que sólo permite Fondos cerrados, quedan

¹⁹ 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.

fuera del universo inversor de los UCITS pese a ser instrumentos financieros con un funcionamiento (en cuanto a liquidez y valoración diaria) muy similar a los valores negociados en mercados secundarios.

Es por ello por lo que, resulta necesario:

- i) que se cambien / relajen estos requisitos para que se pueda invertir en ETFs no UE bajo la consideración de valor mobiliario cotizado, al igual que, como se señala en las observaciones generales, lo previsto en la Directiva de activos aptos para los denominados Fondos de capital fijo (Fondos cerrados), y
- ii) que se armonicen estos requisitos.

En consecuencia, **se propone que los ETFs negociados en determinados mercados regulados no UE (ej: Estados Unidos) que no cumplan con los criterios del artículo 50.1 e) ii) (diversificación y apalancamiento), se puedan considerar como activo apto** de la letra a) del artículo 50.1 de la Directiva UCITS o, al menos, ser incluidos en el porcentaje del 10% del artículo 50.2.a).

P16: ¿Cómo propondría usted modificar la Directiva de activos aptos²⁰ para mejorar la protección de los inversores, la claridad y la convergencia supervisora con respecto a las cuestiones relacionadas con la **gestión eficiente de carteras (EPM, por sus siglas en inglés)** identificadas en los siguientes informes de ESMA:

- (1) Peer Review de las Directrices de ESMA sobre ETFs y otras cuestiones sobre UCITS²¹;
- (2) Peer Review de seguimiento de las Directrices sobre ETFs; y
- (3) Acción común de supervisión sobre costes y gastos.

En este contexto, ESMA también está interesada en recopilar ejemplos y opiniones sobre la mejor manera de abordar las prácticas desiguales del mercado con respecto a las comisiones por préstamos de valores descritas en los informes de ESMA antes mencionados con el fin de proteger mejor a los inversores contra cobros excesivos.

En España hasta que no se produzca el correspondiente desarrollo normativo, la operativa no se encuentra permitida.

P17: ¿Consideraría útil vincular o sustituir la **noción de técnicas EPM** establecidas en la Directiva UCITS y la Directiva de activos aptos con la **noción de transacción de financiación de valores (SFT)** establecida en el SFTR²²? Más allá de las nociones de EPM y SFT, ¿hay otras nociones o cuestiones que susciten preocupación en términos de coherencia transversal entre los marcos UCITS y SFTR?

No hay comentarios a este respecto.

²⁰ En particular, el artículo 11 de la Directiva de activos aptos.

²¹ En particular, las recomendaciones establecidas en el apartado III del mismo.

²² Reglamento (UE) 2015/2365 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre la transparencia de las operaciones de financiación de valores y de su reutilización.

P18: Aparte de las definiciones y conceptos mencionados, ¿existen **otras definiciones, nociones o conceptos utilizados en la Directiva de activos aptos** que puedan requerir actualizaciones, aclaraciones o una mayor coherencia con las definiciones y conceptos utilizados en otros actos legislativos financieros de la UE, por ejemplo, MiFID II²³, EMIR²⁴, Reglamento sobre índices de referencia²⁵ y MMFR²⁶?

En caso afirmativo, facilite detalles sobre los problemas que haya observado y cómo propondría aclarar o vincular las definiciones o conceptos pertinentes.

La revisión de la Directiva debería aprovechar para alinear la definición de conceptos como mercado regulado o instrumentos financieros con los previstos en la 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 (MiFID II), reconociendo la posibilidad de invertir en Derechos de emisión consistentes en unidades reconocidas a los efectos de la conformidad con los requisitos de la Directiva 2003/87/CE (Régimen de comercio de derechos de emisión).

Por otra parte, si bien la Directiva UCITS establece una serie de requisitos en lo que atañe a la utilización de índices de referencia por los UCITS, con la incorporación al marco legislativo financiero europeo del reglamento de Benchmarks que busca *garantizar la exactitud e integridad de los índices utilizados como índices de referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los Fondos de inversión en la Unión*, en aquellos casos en los que el administrador y/o el índice se encuentran autorizados o registrados de conformidad con el Reglamento de Benchmarks, se debería contemplar la supresión de exigencias adicionales en relación con la gobernanza y transparencia (e.g. art 9 b) y c) EAD²⁷) que se han visto superadas por el establecimiento de normativa específica de aplicación directa

²³ 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.

²⁴ Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

²⁵ Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión, y por el que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) n.º 596/2014.

²⁶ Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario.

²⁷ Artículo 9 EAD:

Artículo 19, apartado 1, letra g), de la Directiva 85/611/CEE Índices financieros

1. La referencia de la letra g) del artículo 19, apartado 1, de la Directiva 85/611/CEE a los índices financieros se entenderá hecha a índices que satisfagan los siguientes criterios:

a) deberán estar suficientemente diversificados, lo que comporta el cumplimiento de las siguientes condiciones:

i) la composición del índice habrá de ser tal que las variaciones de precios o las operaciones de negociación en relación con uno de sus componentes no influyan indebidamente en el rendimiento del índice,

ii) si el índice está compuesto por los activos a que se refiere el artículo 19, apartado 1, de la Directiva 85/611/CEE, su composición deberá estar diversificada, como mínimo, conforme a lo dispuesto en el artículo 22 bis de dicha Directiva,

iii) si el índice está compuesto por activos distintos de aquellos a que se refiere el artículo 19, apartado 1, de la Directiva 85/611/CEE, su composición deberá estar diversificada de tal manera que sea equivalente a la prevista en el artículo 22 bis de dicha Directiva;

P19: ¿Existen normas, orientaciones, definiciones o conceptos nacionales en el **marco normativo nacional** que vayan más allá («sobre-regulación»), diverjan o sean más detallados que lo establecido en la Directiva de activos aptos? En caso afirmativo, explique si plantean problemas o retos prácticos recurrentes o significativos.

Esta sección tiene por objeto evaluar los posibles riesgos y ventajas de que los OICVM adquieran exposiciones a clases de activos sobre las que existen opiniones divergentes en cuanto a su admisibilidad como inversiones de los OICVM.

La incorporación de reglas adicionales, así como las interpretaciones divergentes de las normas, son siempre perjudiciales para que exista en el mercado el adecuado *level playing field*, y una protección del inversor homogénea en toda la Unión.

Es por ello que, en un mercado común, el establecimiento de requisitos adicionales que no aparecen en la normativa juega en contra de aquellos Gestores con las normas más exigentes (ej; en el caso de España el tratamiento de los índices financieros, la falta de desarrollo del préstamo de valores).

Al efecto, se propone que la revisión sirva a la armonización plena, por lo que se propone: (i) convertir la Directiva en Reglamento o (ii) incluir una previsión explícita en la revisión de la Directiva que prevea que los Estados miembros no deben establecer requisitos adicionales o normas más detalladas de las previstas en la Directiva.²⁸

P20: Por favor, complete la siguiente tabla sobre las **ventajas de permitir exposiciones directas o indirectas de UCITS** a las clases de activos enumeradas en ellas, teniendo en cuenta las instrucciones adicionales proporcionadas en las notas a pie de página.

Evalúe y proporcione ejemplos sobre las ventajas de dichas exposiciones a la luz de sus **riesgos y beneficios** teniendo en cuenta las **características de los mercados subyacentes** (por ejemplo, disponibilidad de información de valoración confiable, liquidez, custodia).

Clases de activos	Argumentos para inversión directa	Argumentos para inversión indirecta	Exposición actual	Comentarios adicionales

b) deberán constituir una referencia adecuada del mercado al que corresponden, lo que a su vez comporta el cumplimiento de las siguientes condiciones:

- i) el índice deberá medir el rendimiento de un conjunto representativo de activos subyacentes de manera adecuada y pertinente,
- ii) el índice deberá revisarse o reajustarse periódicamente para garantizar que siga reflejando los mercados a los que corresponde, con arreglo a criterios hechos públicos,
- iii) los activos subyacentes habrán de ser lo bastante líquidos para permitir a los usuarios reproducir el índice, si procede;

c) deberán publicarse de forma adecuada, lo que comporta el cumplimiento de las siguientes condiciones:

- i) su proceso de publicación deberá basarse en procedimientos solventes a la hora de recoger los precios y de calcular y publicar el valor del índice, procedimientos que incluirán mecanismos de determinación de los precios de aquellos componentes para los que no se disponga de un precio de mercado,
- ii) deberá proporcionarse, amplia y oportunamente, información pertinente sobre extremos tales como el cálculo del índice, las metodologías de reajuste del índice, las variaciones del índice, o los posibles problemas operativos que impidan facilitar información oportuna y exacta.

²⁸ Un ejemplo de esta limitación se encuentra incluida en el Considerando 99 de la Directiva 2006/123/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 12 de diciembre de 2006 relativa a los servicios en el mercado interior.

1 Préstamos		(1) A través de otra IIC/FIA abiertos o cerrados: Permite inversión a través de gestión profesionalizada (2) Acceso a activos no convencionales, que permiten diversificar y descorrelacionar la cartera.		Revisar la interpretación restrictiva y permitir incorporar al menos en el 50.2.a) de la Directiva UCITS, tanto FIA abiertos como cerrados.
2 Bonos catástrofe ("cat bonds")	(1) Permitir solo cuando la gestora cuente con las capacidades y los medios para valorar la inversión en este tipo de activos.	(1) A través de Fondos: Permite inversión a través de gestión profesionalizada (2) Acceso a activos no convencionales, que permiten diversificar y descorrelacionar la cartera.		La inversión indirecta vía Fondo requeriría revisar el artículo 50.2 a) Directiva UCITS
3 Bonos convertibles ("CoCo bonds")	(1) Emisores con alta calificación crediticia (2) buena rentabilidad, (2) Existen equipos de riesgos capaces de valorarlos y gestionarlos (3) Activos con madurez de mercado			
4 Valores embargados (Distressed securities)		(1) A través de otra IIC (FIA): Permite inversión a través de gestión profesionalizada (2) Acceso a activos no convencionales, que permiten diversificar y descorrelacionar la cartera.		(1) Revisar la interpretación restrictiva y permitir incorporar al menos en el 50.2.a) de la Directiva UCITS, tanto FIA abiertos como cerrados
5 Valores no negociados	(1) Diversificación de la cartera (2) Exposición a activos no tradicionales	(1) Diversificación de la cartera (2) Exposición a activos no tradicionales		Armonizar los criterios para la inversión en valores no cotizados
6 Criptoactivos		a) A través de otras IIC (FIA) abiertas o cerradas: (1) Permite inversión a través de gestión del riesgo profesionalizada y especializada (2) Diversificación de la cartera (3) Exposición residual a activos no tradicionales b) A través de ETPs: (1) No cuenta con derivado implícito (2) Diversificación de la cartera (3) Exposición residual a activos no tradicionales		(1) Considerados Instrumentos financieros según MiCA (2) Gestión de riesgo específica (3) Depositario especializado (4) Permitir incorporar en el 10% del artículo 50.2 a) de la Directiva UCITS

7	MMPP		(1) Exposición a través de valores negociados además de los delta-one e.g. ETFs (2) Diversificación de la cartera (3) Exposición a activos no tradicionales (4) Activos negociados con volumen de negociación (5) A través de índices, de acuerdo con lo previsto en las Directrices de ESMA sobre ETFs y otras cuestiones relativas a los UCITS		(1) Liquidación por diferencias (2) Principio de diversificación del riesgo por materia prima; no es aceptable que un UCITS invierta exclusivamente en valores diferentes que estén vinculado a la rentabilidad del mismo activo subyacente (3) Activos con madurez de mercado
8	ETCs	(1) Exposición a activos no tradicionales a través de valores negociados (2) Diversificación de la cartera (3) Valores negociados con volumen de negociación elevado (4) Abaratamiento del coste de réplica			Siempre que: (1) dispongan de negociación diaria, (2) el precio de mercado se determine a partir de operaciones de compraventa realizadas por terceros
9	Activos inmobiliarios		(1) Exposición a través de valores negociados (2) Diversificación de la cartera (3) Exposición a activos no tradicionales		
11	REITs (SOCIMIS)	(1) Son valores negociados (2) Diversificación de la cartera (3) Exposición a activos no tradicionales			
12	SPACs	(1) Son valores negociados (2) Diversificación de la cartera (3) Exposición a activos no tradicionales			
13	EU AIFs	1) A través de otra IIC (FIA) abierta o cerrada: Permite inversión en gestión profesionalizada y regulada			Revisar la interpretación restrictiva y permitir incorporar al menos en el 50.2.a) de la Directiva UCITS, tanto

	(2) Acceso a activos no convencionales, que permiten diversificar y descorrelacionar la cartera. (3) Apalancamiento limitado (4) Activos bajo custodia (5) Reporte al supervisor			FIA abiertos como cerrados.
14 Non-EU AIFs	ETFs Americanos: (1) Valores negociados (2) Diversificación de la cartera (3) Acceso y exposición a mercado americano con alta liquidez			Permitir que los ETFs extranjeros, cuando no cumplan criterios del Art. 50.1 e) de la Directiva UCITS, en tanto que valores negociados, puedan ser considerados valores y no IIC.
15 Derechos de emisión		(1) Instrumento financiero según MIFID II (Anexo I, sección C,11)) (2) Acceso a activos no convencionales, que permiten diversificar y descorrelacionar la cartera		El régimen de comercio de derechos de emisión (RCDE) de la UE es la principal herramienta de la UE para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero
16 Activos Delta-one	(1) Son valores negociados (2) No tienen derivado implícito (3) Permiten diversificación de la cartera (4) Exposición a activos no tradicionales			Siempre que: (1) dispongan de negociación diaria, (2) el precio de mercado se determine a partir de operaciones de compraventa realizadas por terceros
17 ETNs	(1) Exposición a activos no tradicionales a través de valores negociados (2) Diversificación de la cartera (3) Valores negociados con volumen de negociación elevado (4) Abaratamiento del coste de réplica			Siempre que: (1) dispongan de negociación diaria, (2) el precio de mercado se determine a partir de operaciones de compraventa realizadas por terceros
18 ABS y MBS				Flexibilización de requisitos para fomentar su atractivo

19 Otros activos relevantes	ADRs			Certificado representativo de un valor negociado.
-----------------------------	------	--	--	---

P21: Por favor, explique con más detalle y aporte ejemplos de cómo las exposiciones indirectas a las clases de activos mencionadas (por ejemplo, a través de instrumentos delta-one, ETNs, derivados) **umentan o disminuyen los costes y/o riesgos** soportados por los UCITS y sus inversores en comparación con las inversiones directas.

La inversión indirecta permite la inversión:

1. **A través de FIA abiertos o cerrados:** el acceso mediante gestión profesionalizada y regulada a activos no convencionales, que permiten diversificar, descorrelacionar la cartera y con apalancamiento limitado.
2. **A través de derivados:** siempre que se liquiden por diferencias y se respeten lo límites de diversificación, ganar exposición a activos no convencionales, (e.g. futuros sobre el oro o el petróleo) con profundidad y volumen de mercado, de nuevo permiten diversificar y descorrelacionar la cartera.
3. **A través de índices:** instrumentos financieros bajo regulación, inversión en mercados, materias primas, otros instrumentos financieros diversos, siempre que se cumplan con los límites de diversificación.
4. **A través de valores negociados (ETPs):** exposición a activos no tradicionales a través de valores negociados, límites de diversificación de la cartera, sin apalancamiento y con abaratamiento del coste de réplica.

P22: Con arreglo a la Directiva de activos aptos, ¿debería exigirse un “look-through approach” para determinar la admisibilidad de los activos? Por favor, explique su posición teniendo en cuenta los riesgos y beneficios antes mencionados de que los UCITS adquieran exposición a clases de activos en los que no puede invertir directamente, así como los mayores o menores costes asociados a tales inversiones indirectas.

Este enfoque tendría por objeto garantizar que la lista de clases de activos admisibles establecida en la Directiva UCITS de nivel 1 se considere exhaustiva y reducir el riesgo de elusión mediante la obtención de exposiciones indirectas a clases de activos no admisibles a través de instrumentos tales como instrumentos delta-one, productos cotizados o derivados. En la medida de lo posible, por favor, recoja opiniones, datos o estimaciones sobre el posible impacto de esa posible medida.

Resulta necesario determinar las situaciones en las que las Gestoras deben realizar un *look-through* del activo y cuando no, para mayor seguridad jurídica.

En concreto:

- **UCITS:** Considerando que la aplicación del pasaporte UCITS consiste en que los UCITS situados en un Estado miembro puedan comercializar sus participaciones en los demás Estados miembros sin que éstos últimos puedan sujetar estos organismos o sus participaciones a cualquier otra disposición (salvo las que en estos Estados no dependen de las materias reguladas por la presente Directiva); no se

debería obligar a las Gestoras a realizar un *look through* adicional sobre la aptitud de estos vehículos, más allá del requerido por cuestiones de diversificación o política de inversión.

- **Índices financieros**
- **Delta-one sin derivado implícito:** El criterio del supervisor español parece adecuado, esto es, de que cuando se cumplan los siguientes requisitos: (i) negociación diaria, (ii) el precio de mercado se determine a partir de operaciones de compraventa realizadas por terceros no se debería realizar *look-through*.

P23: ¿Cuáles son los riesgos y los beneficios de las inversiones de los UCITS en **valores emitidos por titulaciones**? Por favor, comparta ejemplos y experiencias sobre la práctica actual del mercado y opiniones sobre una posible necesidad de realizar aclaraciones o modificaciones legislativas.²⁹

Solo si se relajasen los requisitos exigidos para la inversión en titulaciones como que el originador haya de retener de forma permanente un interés económico de al menos un 5% y otras, que obligan a una *due diligence* excesiva, resultaría atractivo invertir en este tipo de valores.

Así, la inversión en titulaciones supone la realización de una *due diligence*, tanto a priori como de manera continuada durante el mantenimiento de la inversión, que permita a los Gestores obtener la información y el conocimiento oportuno sobre las titulaciones consideradas.

Se trata de un proceso complejo y costoso, que consume muchos recursos dentro de las Gestoras, cuyas obligaciones se han multiplicado intensamente en los últimos años (mediante la incorporación de riesgos ESG, TIC y otras actuaciones y controles intensivos en datos) de manera simultánea a un contexto de tendencia continuada a la baja de las comisiones de gestión imputadas a los vehículos gestionados.

Por todo ello, la relajación de estos requisitos de *due diligence* resulta fundamental si se quiere reactivar las inversiones de los Fondos (tanto UCITS como FIA, dado que es la Directiva de Gestión de Fondos de Inversión Alternativos (DGFIA)³⁰ donde se recogen estos requisitos de *due diligence*) en este tipo de activo.

Otro elemento que, en menor medida que los ya mencionados requisitos de *due diligence*, dificulta la inversión en titulaciones es la valoración. Así, los procedimientos de valoración establecen que, en ausencia de precio de mercado representativo, las entidades deberán contrastar las valoraciones mediante la obtención de cotizaciones otorgadas por terceros independientes. Este servicio supone un coste para las entidades que, si bien no es el principal causante, contribuye a la falta de apetito inversor en ellas.

P24: ¿Cuáles son los riesgos y beneficios de permitir a los UCITS **acumular posiciones cortas** mediante el uso de derivados (implícitos), instrumentos delta-one u otros instrumentos/herramientas? Por favor, comparta ejemplos y experiencias sobre la práctica actual del mercado y opiniones sobre una posible necesidad de realizar aclaraciones o modificaciones legislativas.

No hay comentarios a este respecto.

²⁹ Teniendo en cuenta el artículo 7 de la Directiva de activos aptos sobre los vehículos de titulización que se benefician de una línea de liquidez bancaria.

³⁰ 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) no 1060/2009 y (UE) no 1095/2010.

P25: Aparte de los temas tratados en las secciones anteriores, ¿ha observado **algún otro problema** en relación con la interpretación o la aplicación coherente de la Directiva de activos aptos?

En caso afirmativo, describa los problemas y cómo propondría revisar la Directiva de activos aptos o la Directiva UCITS con vistas a mejorar la protección del inversor, la claridad y la convergencia de la supervisión.

En relación con el marco de inversiones previsto en la Directiva UCITS, con vistas a mejorar el marco de activos aptos, se ponen de manifiesto las siguientes cuestiones adicionales:

- i) Modificar el artículo 50.2.a), para que actúe como un coeficiente de libre disposición para la inversión en activos financieros que no cumplan con alguno de los requisitos previstos para cada uno de los tipos activos previstos en el apartado 50.1, así como la inversión indirecta en activos *per se* no aptos para UCITS.
- ii) Supresión de la obligación de diversificación en 6 emisiones, cuando se invierta más de 35% en deuda pública de un mismo emisor, recogida en el último párrafo del artículo 54 de la Directiva UCITS.

Ambas cuestiones han sido ampliamente desarrolladas en el apartado a) de las observaciones generales.