

## Jornada sobre los 40 años de la Directiva UCITS

JOSÉ MARÍA MARCOS BERMEJO, DIRECTOR GENERAL DE ENTIDADES

2 de diciembre de 2025

### Agradecimiento / introducción:

- Quiero agradecer a los organizadores la invitación a la CNMV para realizar la apertura de esta jornada sobre los 40 años de la Directiva UCITS y compartir con todos ustedes nuestra opinión sobre lo mucho que ha aportado al desarrollo del mercado financiero europeo.
- La jornada constituye una buena ocasión para la puesta en común de los avances y logros que se han realizado en estos 40 años, para recordar también lo aprendido en los momentos difíciles y para reflexionar sobre el futuro con perspectiva, más allá del día a día.
- Dedicaré la primera parte de mi intervención a hacer una retrospectiva de la transformación que ha experimentado el sector de inversión colectiva en este período y la segunda a comentar los retos a los que nos enfrentamos todos los participantes en el mercado.

### 1 Retrospectiva sobre los 40 años de aplicación de la Directiva UCITS.

Cuarenta años es un período muy amplio, especialmente en un sector tan dinámico como la industria de inversión colectiva sujeto a constantes cambios de todo tipo (tecnológicos, regulatorios, de mercado...). Por ello, que una Directiva europea continúe plenamente vigente pasados esos 40 años (en los que solo ha necesitado algunos retoques), quiere decir que algo se hizo bien.

Para realizar una rápida retrospectiva de la evolución de nuestro mercado de IIC en estos 40 años, me referiré brevemente a tres cuestiones: los contenidos clave de la directiva, la evolución del mercado durante estos años y mencionaré por último otras normas que son relevantes para contextualizar la aplicación de la directiva.

- La Directiva UCITS, constituyó un hito, en el sistema financiero europeo ya que fue la primera vez que se reguló la figura del pasaporte europeo, que, con la premisa del cumplimiento unas reglas comunes, permite la comercialización de una misma IIC en cualquier país de la UE. El objetivo perseguido es que los

inversores europeos se benefician del acceso a un mercado más amplio y competitivo, con las consiguientes ventajas en términos de menores costes y acceso a una mayor oferta.

La directiva solo se refiere a los vehículos abiertos (los que garantizan el reembolso a sus inversores), que invierten en valores mobiliarios cotizados y estableció un marco armonizado común en todos los aspectos relevantes (activos elegibles, reglas de diversificación, obligaciones de información, condiciones de autorización, obligaciones de gestoras y depositarios...).

Transcurridos casi 40 años, los 21,6 billones de euros del conjunto de las IIC europeas demuestran de manera innegable que la marca “UCITS” está consolidada a nivel europeo (e incluso mundial). Está claro que los inversores confían en ella y que se ha conseguido el objetivo de desarrollar un auténtico mercado único europeo de IIC, a diferencia de lo que ocurre en otros sectores en los que el mercado único no acaba de ser una realidad (como por ejemplo el bancario). Creo que la clave del éxito de la Directiva está en que constituye una regulación de producto con un alto grado de seguridad jurídica, que ha posibilitado un desarrollo de la inversión colectiva en Europa, sin que haya habido casos de fraude a los inversores o usos inadecuados de los activos de las IIC.

- Evolución del mercado español. No he localizado datos del sector de IIC correspondientes a 1985, año de aprobación de la Directiva, pero los datos disponibles en la CNMV permiten poner cifras al éxito de la directiva: el sector español de IIC ha multiplicado por 42 veces su patrimonio desde 1991 hasta la actualidad (17,4 veces si se calcula en euros constantes), pasando desde 11 mil millones de euros en marzo-1991 hasta 460 mil a cierre del pasado mes de septiembre. Por lo que se refiere al número de cuentas de partícipes, han aumentado desde poco más de tres millones hasta los más de 17,5 actuales. Son cifras que ponen patente la importancia en términos económicos y sociales de la inversión colectiva en nuestro país.

En cuanto a las IIC europeas comercializadas en España (reflejo del uso del pasaporte en nuestro mercado) su patrimonio es de casi 300 mil millones de euros lo que supone una cuota en torno al 40% del mercado español. Por el contrario, el uso del pasaporte de las IIC españolas para comercializarse en el exterior es absolutamente marginal (menos del 2% del patrimonio de los FI está en poder de no residentes). Esta posición de España como “importador” de UCITS es la misma para el resto de los países europeos grandes. Precisamente, una característica del mercado europeo de UCITS es su nivel de concentración en dos jurisdicciones (Luxemburgo e Irlanda) que suponen el 95% de las “exportaciones” hacia otros países de la Unión, mientras que los otros 25 países tienen una posición netamente importadora. Esta circunstancia pudiera deberse a que, en el momento de aprobación de la directiva, era impensable la existencia de un supervisor único a nivel europeo y su ausencia pudo favorecer, durante un tiempo, cierto arbitraje regulatorio y supervisor a la baja. Dada esta

estructura de mercado, podría reflexionarse sobre la conveniencia de que el supervisor europeo (ESMA) asumiera competencias supervisoras directas para las grandes UCITS que se comercialicen en varios estados. Conceptualmente, cabe destacar que ESMA (a diferencia de los supervisores nacionales) no tendría conflictos de interés entre el desarrollo de la industria y la protección del inversor.

Al margen de la positiva evolución global del sector, también conviene tener presente lo aprendido en los momentos de crisis. En particular, creo que hay que poner en valor la capacidad de resiliencia que demostraron las gestoras españolas durante la crisis financiera (2008-2012). A título de ejemplo, durante esta etapa, los FMM experimentaron reembolsos equivalentes al 83% de su patrimonio inicial y fueron capaces de atender tal avalancha de reembolsos en un contexto de mercado verdaderamente complicado (en el que la liquidez de algunos segmentos de renta fija estaba muy penalizada) y sin recurrir a medidas extraordinarias como la suspensión de los reembolsos. El aprendizaje, tanto en este caso como durante el Covid, fue la importancia de las herramientas para la gestión de la liquidez de las IIC abiertas de manera que se eviten los conflictos de interés, aspecto que se ha reforzado últimamente sustancialmente en el marco normativo europeo y nacional (con la Guía Técnica de la CNMV de 2022 sobre liquidez de las IIC).

- Otras normas europeas relevantes en el contexto de UCITS. Como he indicado, el éxito de la directiva UCITS es innegable, pero su aplicación actual no puede analizarse sin tener en cuenta otras normas europeas como la directiva de FIA (publicada 2011 complementaria a la de UCITS, pues regula a los gestores que gestionan IIC que no sean UCITS), el Reglamento de ESMA (de 2010, con el objetivo de garantizar la convergencia supervisora a nivel europeo) y, fundamentalmente la directiva MiFID (de 2004 y modificada en 2014).

Sólo me voy a referir a la última citada (MiFID). Estableció un marco europeo para la comercialización de instrumentos financieros que ha sido fundamental en la actual configuración de la distribución de IIC en nuestro país. Las IIC son el producto de mayor penetración entre los inversores minoristas en nuestro mercado, representando en torno al 70% del total de instrumentos financieros adquiridos. Para las IIC, Mifid I supuso para los distribuidores la concreción de las obligaciones de conocimiento del cliente en función del servicio prestado (test de conveniencia e idoneidad), e implicó que las entidades pasasen, de estar centradas en los productos que distribuían, a poner el foco en los clientes a los que distribuyen tales productos.

Por su parte, Mifid 2 y su trasposición a la regulación española supuso el reconocimiento de la prestación del servicio de asesoramiento y el desarrollo de modelos de arquitectura abierta. El resultado de su aplicación es que en la actualidad más del 73% de las IIC comercializadas en nuestro país lo son bajo contratos de asesoramiento o de gestión discrecional de carteras, siendo ambos

servicios los que mayor nivel de protección otorgan a los inversores pues aseguran que el producto encaja en su situación financiera y objetivos de inversión.

## 2. Retos de futuro.

El programa de esta jornada incluye mesas redondas y ponencias con participantes de primer nivel (tanto de la industria y de sus asociaciones representativas, como del regulador), por lo que seguro repasarán todas las cuestiones relevantes para el futuro del sector. Yo me voy a limitar ahora a apuntar 3 de los retos que considero relevantes desde la perspectiva del supervisor y que forman parte de las 9 líneas estratégicas de la CNMV para el horizonte 2030.

- Estrategia europea para la Unión del Ahorro e Inversiones (*savings and investments unión -SIU-*). Es una iniciativa de la Comisión Europea para fomentar el ahorro e inversión de los ciudadanos y para que dicho ahorro se destine a financiar la inversión productiva a través de los mercados de capitales. En mi opinión, puede producir un mayor impacto potencial a largo plazo sobre la industria de IIC que otros cambios en su regulación sectorial. En la clausura de esta jornada se van a comentar estas iniciativas. Son medidas que desde la CNMV apoyamos activamente y prueba de ello es que una de nuestras líneas estratégicas es la de fomentar el acceso del inversor minorista al mercado de capitales.

Una de las medidas de SIU que más interés ha generado es el desarrollo de las “*cuentas individuales para el ahorro minorista*”. Su éxito dependerá de su correcto diseño, de su tratamiento fiscal y de su ajuste a las expectativas de los inversores (que demandan productos seguros, rentables, sencillos y con bajos costes). Si estas iniciativas se confirman y consiguen sus objetivos, las IIC podrían verse beneficiadas con un aumento significativo de su patrimonio, pues dadas sus características (gestión profesional, liquidez, diversificación...) son el vehículo idóneo para que el inversor minorista acceda al mercado de capitales y a instrumentos financieros de mayor nivel de riesgo y sofisticación. Creo que en este foro no es necesario explicarlo ni abundar en ello y solo queda esperar que el impulso de la iniciativa a nivel europeo llegue a buen puerto.

- Simplificación y reducción de trabas. Otra de nuestras líneas estratégicas es la simplificación. También en este ámbito estamos alineados con la iniciativa de la Comisión Europea para promover la competitividad de los mercados de capitales, ya que una de las líneas de actuación que ha incluido para ello es la simplificación del marco regulatorio y la reducción de trabas. El objetivo es simplificar los trámites y reducir cargas, tanto de aspectos normativos, como procedimientos internos de supervisión y trámites de registro, siempre que no estén justificados y que no aporten valor a la protección del inversor. En definitiva, se trata de conseguir una mejor regulación y no de “desregular”.

A nivel local, tenemos ya muy avanzado un catálogo de iniciativas de simplificación que hemos consultado con el sector a través de nuestro Comité Consultivo y que esperamos hacer público próximamente. Se trata de medidas que podemos abordar autónomamente (sin necesidad de habilitaciones) y que implican, tanto modificación de circulares de la CNMV, como agilización de procedimientos para el registro o reducción de la carga supervisora para las entidades. De un total de más de 30 iniciativas incluidas en nuestro plan, algo menos de la mitad afectan a IIC y a sus gestoras o depositarios.

Un ámbito en el que la simplificación puede ser muy beneficiosa para el sector de IIC es el de las obligaciones de reporting a diferentes organismos (CNMV, ESMA...), con distintas finalidades (supervisora, estadística, seguimiento de la estabilidad...) y también con diferentes requisitos técnicos. Por lo tanto, parece claro que el sector podría beneficiarse de una reducción de costes y cargas si existiera una única obligación de reporting, centralizada por un único supervisor que incluyera toda la información necesaria y al que, posteriormente, pudieran acceder el resto de los organismos que lo necesiten. Por ello, y teniendo en cuenta que desde la CNMV fuimos pioneros en la sistematización de las obligaciones de reporting (desde 1991), estamos participando activamente en el grupo de ESMA encargado de elaborar el informe a la CE sobre el reporting integrado de las UCITS y FIAs.

- Diseño y comercialización de productos. La protección del inversor frente a nuevas formas de comercialización y nuevos productos es nuestra primera línea estratégica. En este ámbito, cabe destacar que en los últimos años están aumentando las gestoras que promueven vehículos de capital riesgo dirigidos a inversores minoristas, y recientemente estamos percibiendo mayor interés por el lanzamiento de vehículos de los denominados vehículos “*evergreen*”. Se trata de FIL que invierten en mercados privados (caracterizados por su iliquidez), pero que ofrecen suscripciones y reembolsos periódicos. Sin perjuicio de que es posible que en breve publiquemos algunas P&R con criterios supervisores sobre estos productos, me gustaría trasladar algunas reflexiones sobre la comercialización de estos vehículos a inversores minoristas.

Es cierto que las normas de comercialización a minoristas de ECR y FIL son más estrictas que las de los fondos normales, pues exigen, bien una inversión superior a 100.000 euros, o la prestación del servicio de asesoramiento a los inversores (exigiendo también una inversión mínima de 10.000 euros y que no supere el 10% del patrimonio financiero del cliente). No obstante, para conseguir la adecuada protección de los inversores minoristas, desde la CNMV consideramos importante destacar que el cumplimiento de estas exigencias legales, debe complementarse con dos requisitos fundamentales cuya responsabilidad última recae en los participantes en el mercado:

- En primer lugar, debe realizarse un adecuado diseño de estos productos por parte de sus gestores. En particular en cuanto a la frecuencia de sus

reembolsos, que debe estar acompañada con la liquidez real de sus inversiones subyacentes y la posibilidad de obtener una valoración contrastada, de manera que se eviten conflictos de interés entre los inversores que reembolsan y los que permanecen. Sólo así, podrán evitarse situaciones que fuercen en el futuro la liquidación de estos vehículos (como ocurrió con los FII durante la crisis financiera).

- En segundo lugar, debe realizarse una adecuada comercialización de estos vehículos, de manera que se garantice el consentimiento informado de los inversores (conociendo los riesgos e iliquidez) y que el distribuidor se asegure, tal como es su responsabilidad, de que el producto encaje en la situación financiera y objetivos de inversión del inversor.

### 3. Comentarios finales.

Concluyo, espero que la jornada sea de su interés. Por mi parte, he dejado en el tintero cuestiones de indudable trascendencia para el futuro del sector, como el uso de la inteligencia artificial, la ciberseguridad o la sostenibilidad. En todo caso, creo que el sector español de IIC ha tenido un desarrollo muy sólido durante estos 40 años de la Directiva UCITS, con una resiliencia notoria durante las crisis, que demuestra la fortaleza de sus controles internos y su aportación de valor a los inversores.

Por ello, creo que puede afrontar su futuro con optimismo, máxime si se materializasen las expectativas sobre el desarrollo de instrumentos que favorezcan un mayor acceso de los inversores minoristas a los mercados de capitales europeos. Para colmar esas expectativas, se debe profundizar en el adecuado diseño de productos, para que ofrezcan valor a los inversores a unos precios justos y comercializarles adecuadamente y en interés de los inversores. Desde la CNMV trataremos de contribuir a ello en la medida de nuestras posibilidades.