

Modificación del régimen europeo de las instituciones de inversión colectiva armonizadas y de las sociedades gestoras de fondos de inversión alternativos

La directiva de próxima publicación modifica ampliamente el régimen de delegación, la gestión del riesgo de liquidez y la información a efectos de supervisión de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (IIC) y de fondos de inversión alternativos (FIA), así como la concesión de préstamos por fondos de inversión alternativos.

REYES PALÁ LAGUNA

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

1. Introducción

El pasado 7 de febrero, el Parlamento Europeo aprobó su posición en primera lectura sobre la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 2011/61/UE y 2009/65/CE en lo que respecta a los acuerdos de delegación, la gestión del riesgo de liquidez, la presentación de información a efectos de supervisión, la prestación de servicios de depositaria y custodia y la concesión de préstamos por fondos de inversión alternativos. Este texto ha sido aprobado por el Consejo el 24 de febrero, por lo que se está a la espera de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Se trata de una amplia reforma en las materias indicadas tanto de la Directiva 2011/61/UE, sobre gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD), como de la Directiva 2009/65/CE, sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (Directiva OICVM o Directiva UCITS por sus acrónimos en francés e inglés, respectivamente). Con ello, la Comisión avanza en la ejecución de las cuatro propuestas presentadas en su comunicación de noviembre del 2021 «Unión de los mercados de capitales: cumpliendo los compromisos un año después del Plan de Acción». También se ha aprobado la creación del punto de acceso único europeo para el libre acceso a la información regulada sobre mercados de

capitales, sostenibilidad y servicios financieros (Reglamento 2023/2859, de 13 de diciembre) y la reforma del régimen de los fondos de inversión a largo plazo europeos (Reglamento 2023/606); está pendiente de publicación en el *Diario Oficial* la modificación del Reglamento relativo a los mercados de instrumentos financieros (MiFIR) para el establecimiento del sistema de información consolidada (*consolidated tape*).

Las reformas de las dos directivas van en la misma dirección, puesto que los fondos de inversión alternativos son organismos de inversión colectiva —como las instituciones de inversión colectiva tradicionales o armonizadas— que se definen por exclusión en la directiva del 2011 en el sentido de que esta directiva regula los gestores de los organismos de inversión colectiva que no requieren autorización conforme a la Directiva UCITS; son por ello calificados de fondos alternativos. En el Derecho español estos organismos son las entidades de capital riesgo y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, entidades a las que se dedica la Ley 22/2014, de 12 de noviembre. Se indica en el considerando tercero de la propuesta que el mercado de fondos de inversión alternativos alcanzó un importe de 6,8 billones europeos de euros en valor liquidativo a finales del 2022.

Tradicionalmente, los fondos de inversión alternativos —*hedge funds*, *private equity*— no se comercializaban entre inversores minoristas: el capital riesgo se dirigía exclusivamente a clientes profesionales. Sin embargo, ya la Ley 22/2014 permitió comercializar las acciones o participaciones de estas entidades y las de otras de tipo cerrado entre otros inversores, con una inversión mínima de cien mil euros siempre que los inversores no profesionales

declararan por escrito ser conscientes de los riesgos ligados a su inversión. En el 2022 se modifica la norma para admitir las inversiones de no profesionales procedentes de «una recomendación personalizada de un intermediario que les preste el servicio de asesoramiento, siempre que, en el caso de que su patrimonio financiero no supere los 500 000 euros, la inversión sea como mínimo de 10 000 euros, y se mantenga, y no represente a su vez más del 10 % de dicho patrimonio» (art. 75.2b de la Ley 22/2014).

De forma paralela, esta ley de entidades de capital riesgo modifica la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva para recoger en un nuevo artículo 33 bis a las denominadas «instituciones de inversión colectiva de inversión libre», esto es, IIC

financieras de inversión libre (sociedades y fondos de inversión) no armonizadas por la Directiva UCITS. No es sino

hasta diciembre del 2023 cuando se modifica el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva para permitir la comercialización de estas IIC de inversión libre entre inversores no profesionales en los mismos términos que los establecidos para las entidades de capital riesgo, esto es, con los citados umbrales de inversión inferiores a los cien mil euros en las condiciones señaladas.

Decíamos que las reformas de ambas directivas van en la misma dirección y será necesario modificar tanto la Ley 22/2014 como la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva y su reglamento de desarrollo para incorporar su contenido al Derecho español no sólo en las materias a las que se refiere el título de la propuesta de directiva (acuerdos de delegación, riesgo de liquidez, depósito y custodia de activos y concesión de préstamos por fondos de inversión alternativos), sino también por lo que se refiere a la integración de criterios

La reforma equipara determinadas obligaciones de las gestoras de UCITS y de FIA

medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG por sus siglas en inglés) en las normas de gobernanza y de gestión de riesgos utilizadas por las gestoras de instituciones de inversión colectiva y de fondos de inversión alternativos a la hora de adoptar sus decisiones de inversión. Se detalla en la modificación de las dos directivas la información que las gestoras han de proporcionar a los efectos del cumplimiento del Reglamento 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

La propuesta de directiva se compone de cuatro artículos: el primero modifica la Directiva del 2011 sobre los gestores de fondos de inversión alternativos; el segundo, la Directiva UCITS; los artículos tercero y cuarto se dedican, respectivamente, a la transposición de la reforma al Derecho interno de los Estados miembros y a su entrada en vigor. El plazo de transposición se fija en veinticuatro meses desde su entrada en vigor (a los veinte días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*). Varios de sus artículos requieren el oportuno desarrollo mediante directrices por la Autoridad Europea de Valores y Mercados, por ejemplo, en los casos en los que la denominación de una institución de inversión colectiva o de un fondo de inversión alternativo resulte desleal, poco clara o engañosa.

A continuación reseñaremos sin ánimo de exhaustividad algunas de las reformas legales.

2. Ampliación de los servicios que pueden prestar las sociedades gestoras

Las sociedades gestoras de IIC armonizadas podrán prestar —si así se establece en el

Derecho interno— el servicio de administración de índices de referencia de conformidad con el Reglamento 2016/1011 (excluido este servicio respecto al organismo gestionado) y, como nuevo servicio auxiliar, el de recepción y transmisión de órdenes en relación con uno o varios instrumentos financieros, alineándose con esta posibilidad ya permitida para las sociedades gestoras de fondos de inversión alternativos. De la misma forma, la administración de índices de referencia se reconoce expresamente como posible actividad de las sociedades gestoras de fondos de inversión alternativos. Se añade además para estas últimas la actividad de administración de créditos de conformidad con la Directiva 2021/2167.

3. La concesión de préstamos por los fondos de inversión alternativos

Debe recordarse que la directiva del 2011 regula las sociedades gestoras de fondos de inversión alternativos con independencia de la forma jurídica que adopten los fondos gestionados y de su carácter abierto (IIC de inversión libre) o cerrado (entidades de inversión colectiva de tipo cerrado). Por ello, a la hora de regular la concesión de préstamos por los *hedge funds* o por el *private equity*, la propuesta de directiva de inminente publicación permite a los Estados miembros establecer un régimen más restrictivo respecto a determinados fondos de inversión alternativos. De lo que se trata es de «establecer un mercado interior eficiente de concesión de préstamos por parte de los FIA, garantizar un nivel uniforme de protección de los inversores en la Unión, permitir que los FIA desarrollen sus actividades mediante la concesión de préstamos en todos los Estados miembros y facilitar el acceso a la financiación de las empresas de la Unión». Se armonizan por ello las normas aplicables

Se detalla el régimen de concesión de préstamos por los fondos de inversión alternativos

a las sociedades que gestionan fondos de inversión alternativos que conceden préstamos, sea directamente, sea indirectamente por medio de un tercero o de la creación de vehículo especializado. Las gestoras deben contar con políticas y procedimientos eficaces para la concesión de préstamos, para la evaluación del riesgo de crédito y para la administración y seguimiento de su cartera de crédito. Cuando el prestatario sea una entidad financiera, aquéllas han de diversificar el riesgo y someter su exposición a límites específicos que se detallan en la propuesta. Se introduce un límite al apalancamiento que varía en función del carácter abierto o cerrado de la entidad o fondo gestionado. La norma permite que el Derecho interno prohíba la concesión de préstamos a consumidores por estos fondos alternativos.

A fin de limitar los conflictos de intereses, ni las sociedades gestoras y su personal ni quienes gestionen por delegación los fondos y su personal ni la entidad depositaria del fondo o quien realice esta función por delegación ni las entidades del grupo de la sociedad gestora pueden recibir préstamos del fondo del que se trate. Por otra parte, se prohíbe —aunque con excepciones— la concesión de préstamos con el único fin de venderlos a terceros («estrategia de conceder para distribuir») y se establece expresamente la obligación de las gestoras de informar a sus inversores acerca de la composición de la cartera de los préstamos concedidos.

4. Instrumentos de gestión de liquidez y reembolso de la inversión

Para poder cumplir con las solicitudes de reembolso de los inversores, las sociedades gestoras han de incluir en los documentos constitutivos del fondo de carácter abierto al menos dos instrumentos de gestión de la liquidez de los enumerados en la lista del anexo V de la

Directiva 2011/61/UE. Como excepción, si el fondo tiene la condición de fondo del mercado monetario, se permite la selección de un único instrumento de gestión de la liquidez de dicha lista. Similar previsión se recoge para las gestoras de IIC armonizadas con la remisión en este caso al anexo II de la Directiva UCITS para la selección de los instrumentos de gestión de la liquidez.

Se mantiene la posibilidad para ambos tipos de sociedades gestoras de suspender temporalmente las suscripciones, recompras y reembolsos o de activar carteras separadas de activos ilíquidos en circunstancias excepcionales y siempre que ello esté justificado en atención a los intereses de los inversores. Al respecto, no se permite el reembolso en especie para los inversores no profesionales.

5. Acuerdos de distribución y comercialización de acciones y participaciones de los organismos de inversión colectiva y de los fondos de inversión alternativa

Las sociedades gestoras no siempre llevan a cabo directamente la comercialización de las instituciones y fondos que gestionan. Pueden recurrir a uno o varios distribuidores que actúen por su cuenta y pueden también existir asesores financieros independientes que comercialicen los fondos y las acciones sin conocimiento de la sociedad gestora. Estos distribuidores están, bien sujetos a la MiFID II, bien a la Directiva 2016/97, sobre la distribución de seguros. Se modifican la Directiva UCITS y la de gestores de fondos de inversión alternativos para recoger la diversidad de los acuerdos de distribución, de forma que, cuando el distribuidor actúa por cuenta de la sociedad de gestión, esta actividad se considera un acuerdo de delegación. Cuando el distribuidor actúa por cuenta propia, el régimen de delegación aplicable no es ya el de la Directiva UCITS o el de la Directiva 2011/61/UE

«independientemente de cualquier acuerdo de distribución entre la sociedad de gestión y el distribuidor», sino el de la MiFID II o el de la Directiva sobre la distribución de seguros.

6. Equiparación del régimen de delegación, custodia de activos y requisitos de información a efectos de supervisión administrativa

La reforma, siempre que no existan causas que justifiquen el distinto tratamiento, equipara el régimen de las sociedades gestoras de IIC al de las gestoras de fondos de inversión alternativos en las materias indicadas.

Además, se modifican ambas directivas para añadir como requisito para obtener la autorización administrativa para el ejercicio de su actividad el nombramiento, como mínimo, de dos personas físicas con la suficiente honorabilidad y experiencia que, o bien estén empleadas a tiempo completo por la sociedad de gestión, o bien sean altos directivos o miembros del órgano de administración de la

sociedad de gestión dedicados a tiempo completo a dirigir la actividad de dicha sociedad. Estas dos personas han de tener residencia habitual en la Unión Europea y serán los encargados de determinar la orientación de la actividad de la sociedad de gestión.

7. Régimen de comisiones

Por lo que respecta a las comisiones que las gestoras de fondos de inversión alternativos perciben, ya de sus clientes, ya de sus entidades gestionadas, aquéllas habrán de detallarlas en la información que han de poner a disposición de los potenciales inversores conforme a la nueva redacción del artículo 23 de la Directiva 2011/65/UE. Habrán de indicar cuáles son soportadas por la gestora y posteriormente asignadas directa o indirectamente al fondo o a cualquiera de sus inversiones. Anualmente habrán de informar sobre todas las comisiones, cargas y gastos directos e indirectos soportados directa o indirectamente por los inversores.