



*Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho
Mercantil*

2013/72

Febrero 2013

**FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS)
CRISIS Y REGULACIÓN
VERDADES Y MENTIRAS**

Juan Sánchez-Calero Guilarte

Alberto Javier Tapia Hermida

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
E-mail: Alberto Javier Tapia Hermida: alberto.tapia.hermida@der.ucm.es
E-mail: Juan Sánchez-Calero: jscalero@der.ucm.es
<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense
<http://eprints.ucm.es/>

Copyright © 2013 Por los autores

**FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS (HEDGE FUNDS)
CRISIS Y REGULACIÓN
VERDADES Y MENTIRAS***

Alberto J. Tapia y Juan Sánchez-Calero**

RESUMEN: Los “hedge funds” han sido en gran medida responsables de la crisis financiera global que, desde el año 2007, asola los mercados desarrollados. Por ello, los Estados se han ocupado de regularlos para evitar el riesgo sistémico que pueden inducir en los respectivos mercados financieros. En este trabajo, nos ocupamos de la regulación de los Fondos de Inversión Alternativos en el Derecho comunitario europeo y de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre en el Derecho español. También analizamos cómo se controla la influencia de los FIA en los mercados financieros y en las sociedades -cotizadas y no cotizadas- en las que invierten. Después, examinamos el estatuto jurídico de los Gestores de los FIA y de sus depositarios. Finalmente, este estudio examina los aspectos regulatorios que determinan las condiciones de competencia entre los FIA y los GFIA –comunitarios y extracomunitarios- en la UE. Y acaba con las conclusiones sobre las cuestiones tratadas.

PALABRAS CLAVE: Fondo de Inversión Alternativo (FIA), Gestor de Fondo de Inversión Alternativo (GFIA), depositario, apalancamiento, gestión de FIA, empresa no admitida a cotización, OICVM.

ABSTRACT: Hedge funds have been largely responsible for the global financial crisis that plagues developed markets since 2007. Therefore, States have regulated them in order to prevent the systemic risk that they might induce in the respective markets. In this paper, we address both the regulation of Alternative Investment Funds in the European Community law and Free Collective Investment Institutions in Spanish law. We also discuss how to control the influence of the FIA in the financial markets and in listed and non-listed companies in which they invest. Afterwards, we examine the legal status of the AIF Managers and their depositaries. Finally, this study examines the regulatory aspects that determine the

* Texto revisado de la Ponencia presentada en el X Seminario Harvard-Complutense *A Corporate Perspective on Old and New Problems of Corporate and Financial Law*, celebrado en la Harvard Law School (Pound Hall)/Real Colegio Complutense, Harvard, 25 de septiembre de 2012.

El presente trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación *¿Hacia un sistema financiero de nuevo cuño?: análisis crítico de las soluciones implementadas en otros ordenamientos y propuestas de modificaciones legales en Europa y en España*, DER2011-28265.

** Catedráticos de Derecho mercantil. Facultad de Derecho. Universidad Complutense de Madrid.

conditions of competition between AIF and AIFM (EU and non-EU) in EU. The study ends with conclusions on the assessed issues.

KEY WORDS: Alternative Investment Fund (AIF), Alternative Investment Fund Manager (AIFM), depositary, leverage, managing AIF's, non-listed company, UCIT.

SUMARIO:

1. INTRODUCCIÓN.	7
2. LA RESPONSABILIDAD DE LOS HEDGE FUNDS EN LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL.	9
3. LA REGULACIÓN DE LOS “HEDGE FUNDS”.	12
3.1. Premisas generales de partida.	12
3.2. La regulación de los Fondos de Inversión Alternativos en el Derecho comunitario europeo.	13
3.3. La regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre en el Derecho español.	15
4. LA NOCIÓN LEGAL DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS Y DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA LIBRE.	16
4.1. La noción legal de los FIA en el Derecho comunitario europeo.	16
4.2. La noción legal de las IICIL en el Derecho español.	18
5. LA INFLUENCIA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS EN LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS.	21
5.1. Las premisas generales para evaluar la influencia de los FIA en los mercados financieros.	21
5.2. Los destinatarios de los FIA: inversores o clientes profesionales y minoristas.	22
5.3. La contribución de los FIA a generar y expandir el riesgo sistémico y las formas en las que puede prevenirse esta influencia negativa.	25
5.4. Sistemas de control del apalancamiento de los FIA para evitar que generen un riesgo sistémico indeseable.	26
6. LA INFLUENCIA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS EN LAS SOCIEDADES EN LAS QUE INVIERTEN.	30
6.1. La posibilidad de que los FIAS adquieran el control de las sociedades en las que invierten y los riesgos específicos que	30

plantea esta posibilidad.	
6.2. La influencia de los FIAS en las sociedades no cotizadas y las formas en las que puede prevenirse que dicha influencia sirva para liquidar sus activos.	30
6.3. La influencia de los FIAS en las sociedades cotizadas y las formas en las que puede prevenirse que dicha influencia sirva para liquidar sus activos.	33
7. LOS GESTORES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS.	34
7.1. Los tipos de entidades que pueden actuar como Gestores de los FIA. Gestión interna y externa.	34
7.2. Las condiciones de acceso a la actividad que deben cumplir los GFIA.	35
7.2.1. Las condiciones que deben reunir los GFIA para ser autorizados.	35
7.2.2. El procedimiento de autorización de los GFIA.	37
7.3. Los deberes de los Gestores de los FIA.	38
7.3.1. Las actividades que deben o pueden realizar los GFIA.	38
7.3.2. La forma en que los GFIA deben desarrollar sus actividades.	39
7.4. Las responsabilidades de los GFIA.	40
7.5. Los conflictos de interés que deben prevenir y gestionar los GFIA.	41
7.6. La remuneración de los GFIA y de sus administradores, directivos y empleados.	42
7.7. La delegación por los GFIA de sus funciones en terceros.	43
8. LOS DEPOSITARIOS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS.	44
8.1. Los tipos de entidades que pueden ser depositarios de los FIA.	44
8.2. El establecimiento del depositario de un FIA. En particular, el establecimiento en un Estado extracomunitario.	46
8.3. La importancia del papel de los depositarios para la protección de los inversores en los FIA.	47
8.4. Las funciones de los depositarios.	48

8.5. La forma en que los depositarios deben desarrollar sus funciones.	49
8.6. La delegación por el depositario de sus funciones en un tercero.	50
8.7. Las responsabilidades de los depositarios.	50
9. LA COMPETENCIA ENTRE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS COMUNITARIOS Y EXTRACOMUNITARIOS Y ENTRE SUS GESTORES.	51
9.1. Los aspectos regulatorios que determinan las condiciones de competencia entre los FIA y los GFIA en la UE.	51
9.2. La autorización de los GFIA comunitarios y de los extracomunitarios.	53
9.3. La gestión de los FIA comunitarios y de los extracomunitarios.	54
9.4. La comercialización en la UE de los FIA comunitarios y de los extracomunitarios.	55
9.4.1. Comercialización en la UE de los FIA comunitarios.	56
9.4.2. Comercialización en la UE de los FIA extracomunitarios.	57
10. CONCLUSIONES.	58

1. INTRODUCCIÓN.

La inversión colectiva en instrumentos financieros puede encauzarse a través de dos tipos de instituciones –que pueden adoptar la forma jurídica de sociedades o fondos- atendiendo a un criterio de “intensidad regulatoria”¹:

a) Primero, a través de entidades de inversión colectiva reguladas, respecto de las que las normas públicas limitan el tipo de activos financieros en los que pueden invertir y obligan a que diversifiquen su inversión atendiendo tanto al patrimonio de las propias instituciones (diversificación en origen) como al capital de las sociedades que emiten aquellos activos (diversificación en destino). En el ámbito comunitario europeo, este primer tipo de entidades de inversión colectiva reguladas reciben el nombre de Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM) y, en España, se denominan Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) en general.

b) Segundo, a través de entidades de inversión colectiva libres o alternativas, denominadas, en el ámbito anglosajón, “hedge funds”, que –estando reguladas o no- gozan en todo caso de libertad para seleccionar el tipo de activos financieros en los que invierten y no están sometidas a coeficientes de diversificación obligatorios o lo están en menor medida (por ejemplo, los fondos de fondos). En el ámbito comunitario europeo reciben el nombre de Fondos de Inversión Alternativos (FIA) y, en España, son las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (IICIL)².

En términos generales, un “hedge fund” es un fondo de inversión privado que, por regla general, carece de regulación o goza de una regulación más flexible que los fondos de inversión normales que le permite abarcar un espectro mayor de actividades³. Estos fondos están abiertos por regla general a un número limitado

¹ La Memoria Explicativa de la Propuesta de Reglamento Delegado de la Comisión nº. .../., de 19.12.2012 por el que se completa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las excepciones, las condiciones operativas generales, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión (Bruselas 19.12.2012, C(2012)8370 final), en su apartado 1, dice que, tras la Directiva de los FIA “*todos los fondos de inversión en la UE descansan en una de las dos categorías siguientes:*” que pueden ser la de OICVM o de FIA.

² Téngase en cuenta que este tipo de fondos reciben, en las regulaciones de los diversos países europeos, denominaciones que destacan algunas de sus características típicas tales como “instituciones sujetas a reglas de inversión aligeradas” (Francia), “fondos especulativos” (Italia), “fondos con riesgos adicionales” (Alemania), “fondos para inversores profesionales” (Irlanda), etc.

³ Ver ALBELLA AMIGO, S., “Régimen Comparado”, en RICO ARÉVALO, B. (Dir.) “Régimen Jurídico y Económico de los «Hedge Funds»”, Ed. Thomson Aranzadi, 2008, págs. 81 y ss. Donde examina las distintas regulaciones europeas (Francia, Italia, Alemania, Luxemburgo e Irlanda) de este tipo de fondos, analizando los aspectos principales de su regulación: restricciones a su comercialización, cálculo del valor liquidativo de sus participaciones, control y gestión de riesgos, periodicidad en el cálculo del valor liquidativo y derecho de reembolso, reglas de diversificación

de inversores sofisticados, profesionales o institucionales y sus gestores usan técnicas de inversión alternativas tales como las ventas en corto, el apalancamiento y el endeudamiento, los derivados o las “commodities”.

Para precisar esta noción general de los FIA, hay que distinguir tres ámbitos regulatorios relevantes para esta Ponencia:

a) En primer lugar, a nivel global, se consideran “hedge funds” todo tipo de esquemas de inversión que desarrollan una combinación de alguna de las siguientes características: no se les aplican las restricciones que para el endeudamiento y el apalancamiento se establecen en los fondos de inversión normales, por lo que la mayoría de ellos presentan altos niveles de apalancamiento; los gestores suelen cobrar comisiones de gestión elevadas que generalmente van vinculadas a un porcentaje de los beneficios obtenidos; los inversores pueden solicitar el reembolso de su inversión con periodicidad variable que puede trimestral, semestral o anual; a menudo el propio gestor invierte sus fondos en el “hedge fund”; suelen utilizar derivados no solo con finalidades cobertura, sino también con fines meramente especulativos, especialmente con ventas en corto; y suelen utilizar productos de inversión más complejos y arriesgados que los fondos regulados o normales⁴. En este primer ámbito global, también es relevante la definición de “hedge fund” en los EEUU como “vehículo de inversión colectiva que generalmente cumple los siguientes criterios: (1) no se comercializa al público en general (es objeto de una oferta privada); (2) está limitado a personas físicas e instituciones con un alto patrimonio; (3) no está registrado como una compañía de inversión bajo las leyes relevantes (por ejemplo, la US Investment Company Act de 1940); (4) sus activos están gestionados por una firma profesional de gestión de inversiones que comparte las ganancias del fondo en función del desarrollo del mismo; y (5) reconoce derechos de reembolso de forma periódica pero restringida o limitada⁵.

b) En segundo lugar, a nivel europeo, la noción de “hedge fund” se corresponde con la del Fondo de Inversión Alternativo (FIA) que se define como *“todo organismo de inversión colectiva, así como sus compartimentos de inversión que: i) obtenga capital de una serie de inversores para invertirlo, con arreglo a una política de inversión definida, en beneficio de esos inversores, y ii) no requiera autorización de conformidad con el artículo 5 de la Directiva 2009/65/CE”* (art.

aplicables a los fondos de hedge funds o a los fondos elegibles por éstos, endeudamiento, comisiones y comercialización de hedge funds y fondos de hedge funds extranjeros.

⁴ Ver el Informe Final de OICV/IOSCO de junio de 2009 (OICV/IOSCO, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, “Hedge Funds Oversight. Final Report” June 2009), p.4.

⁵ Managed Funds Association, Hedge Fund Glossary. Entre nosotros, PALA LAGUNA R., “Hedge Funds y riesgo sistémico”, Documento de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, en Eprints, Universidad Complutense de Madrid, nº.62, 2012, Código ID 16631, pág.7, refiere el concepto de hedge fund que utiliza la SEC conforme al cual será todo fondo privado que reúna las tres características siguientes: que la comisión de gestión se calcule en función de las ganancias futuras, que tengan un elevado nivel de apalancamiento y que realicen ventas en corto.

4.1.a, Directiva 2011/61/UE)⁶. Por lo tanto, a “sensu contrario”, los FIA son los organismos de inversión colectiva que no están sujetos a los requisitos de los OICVM (art. 1.2) y, además, pueden ser de tipo cerrado, no promover la venta de sus participaciones entre el público en la UE, reservar la venta de sus participaciones al público de terceros países o estar sujetos a normas de concentración de inversiones o endeudamiento (art. 3).

c) En tercer lugar, en España, la noción de “hedge fund” se corresponde con las Instituciones de Inversión Colectiva de inversión libre (IICIL) que pueden definirse como aquellas IIC de carácter financiero que pueden invertir en activos financieros, sin que les resulten aplicables las reglas sobre inversiones establecidas para las IIC financieras de régimen común⁷ sobre activos aptos para la inversión, inversión en valores no cotizados, diversificación del riesgo, inversión en instrumentos financieros derivados, liquidez y obligaciones frente a terceros (art. 73.k RIIC).

2. LA RESPONSABILIDAD DE LOS HEDGE FUNDS EN LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL.

Debemos empezar este epígrafe aclarando que no ha existido tanto un problema de crisis de crecimiento de los “hedge funds” que –salvo algunos escándalos puntuales- han seguido incrementando su importancia en el mercado financiero; sino un problema de determinar en qué medida estos fondos han provocado el estallido de la crisis financiera global que se ha hecho crónica desde el verano de 2007 o han contribuido a su desarrollo y si es posible regularlos y, en su caso, cómo hacerlo para evitar que provoquen siniestros financieros puntuales que dañen a los inversores (especialmente, a los pequeños inversores) que acuden a ellos y contribuyan a incrementar el nivel del riesgo sistémico del mercado.

Es evidente que la crisis financiera global ha sido una obra “coral” protagonizada por varios autores, entre los que se pueden mencionar a las propias autoridades públicas que, debiendo supervisar los mercados, hicieron dejación de aquella función (en algunos casos, “secuestradas” comercialmente por los intermediarios que debían vigilar); a los bancos de inversión cuyos directivos desarrollaron operaciones fundamentalmente dirigidas a incrementar sus remuneraciones; a las

⁶ De tal manera que se produce una suerte de diagnóstico diferencial respecto de los OICVM definidos en la Directiva 2009/65/CE como los organismos: “a) cuyo objeto exclusivo sea la inversión colectiva, en valores mobiliarios o en otros activos financieros líquidos a que se refiere el artículo 50, apartado 1, de los capitales obtenidos del público, y cuyo funcionamiento esté sometido al principio de reparto de riesgos, y b) cuyas participaciones sean, a petición de los partícipes, recompradas o reembolsadas, directa o indirectamente, con cargo a los activos de estos organismos. Se asimilará a tales recompras o reembolsos el hecho de que un OICVM actúe para que el valor de sus participaciones en bolsa no se separe sensiblemente de su valor de inventario neto. Los Estados miembros podrán permitir que los OICVM se compongan de distintos compartimentos de inversión” (art.1.2).

⁷ En la sección 1 del capítulo I del título III del RIIC (arts.48 a 53).

agencias de rating, que calificaron con anormal generosidad a muchos emisores y valores manifiestamente insolventes; y –por último, pero no por ello con menor importancia- a los “hedge funds”⁸.

Estos “hedge funds” han contribuido a la crisis financiera global en dos sentidos: Macroeconómico, porque el uso por su parte de técnicas de apalancamiento financiero ha contribuido a incrementar la burbuja de liquidez y, a la postre, el riesgo sistémico del mercado⁹; y microeconómico, porque el fallo en atender a sus compromisos ha dañado directamente, bien a las entidades financieras que le daban contrapartida o bien a los inversores que acudieron a ellos para comprobar como sus ahorros de volatilizaban¹⁰.

Las interacciones entre los hedge funds y los restantes protagonistas de la crisis financiera global permiten determinar en qué medida han generado el riesgo sistémico característico de la crisis y en qué medida siguen generándolo:

a) Primero, en cuanto a las interacciones entre los hedge funds y los Estados y, más en concreto, las autoridades públicas de supervisión del mercado financiero; es evidente que la crisis se vio propiciada por un déficit de regulación y de supervisión y, por ello, veremos como la reacción en Europa ha sido promulgar la Directiva 2011/61/UE sobre los Gestores de FIA (GFIA). En todo caso, existen aspectos de la actuación de los “hedge funds” necesitados de una regulación más eficiente, como lo demuestra el hecho de que estos fondos –como fondos de inversión apalancados- forman parte del denominado “sistema bancario en la sombra” que integra una serie variopinta de entidades carentes de una regulación adecuada, como así lo demostró la crisis financiera global y que ahora concita el interés internacional¹¹.

⁸ El Informe Larosière, (“The High-Level Group on Financial Supervision in the EU”, Chaired by Jacques de Larosière, Report, Brussels, 25 February 2009), pág. 24, epígrafe 86, dice al respecto: *“En relación con los hedge funds, el Grupo considera que no jugaron un papel principal en el nacimiento de la crisis. Su papel se ha limitado predominantemente a una función de transmisión, especialmente mediante ventas masivas de acciones u operaciones en corto. También reconocemos que en la UE, a diferencia de los EEUU, el volumen principal de gestores de hedge funds están registrados y sometidos a requerimientos de información. Este es el caso en particular de UK donde todos los gestores de hedge funds están sujetos a registro y regulación, como todos los gestores de fondos, y donde los 30 más grandes están sujetos tanto a requisitos de información directa obtenidos a menudo de forma agregada como a supervisión indirecta a través de los bancos y de los “prime brokers”.*

⁹ El Informe Larosière, páginas 8 y 9, se refiere a la interacción entre el crédito, el apalancamiento y la burbuja de liquidez.

¹⁰ El Informe de la SEC de agosto de 2009 sobre el caso Madoff, (U.S. SEC, Office of Investigations, “Investigation of Failure of the SEC to Uncover Bernard Madoff’s Ponzi Scheme – Public Version-”, August 31, 2009, Report No. OIG-509), pág. 21, se refiere a la reclamación realizada en octubre de 2005 por un gestor de «hedge funds» que se titulaba *“El «Hedge Fund» más grande del mundo es un fraude” (The World’s Largest Hedge Fund is a Fraud)* y hacía referencia a 30 banderas rojas que incluían la imposibilidad de los rendimientos del fondo y su consistencia con el volumen ficticio de opciones que decía Madoff que había negociado.

¹¹ Ver Comisión Europea, “Libro Verde. El Sistema Bancario en la Sombra”, Bruselas 19.3.2012, COM(2012) 102 final. Con anterioridad, el Informe Larosière, páginas 8 y 23, ya se refería a la

b) Segundo, en cuanto a las interacciones entre los “hedge funds” y las agencias de rating o de calificación crediticia, hay que empezar señalando que, si bien es cierto que la libertad de inversión de la que gozan este tipo de fondos no genera un grado de dependencia regulatoria formal de las calificaciones de aquellas agencias tan alto como el que padecen los fondos de inversión limitada (integrados en las OICVM); también los FIA sufren un cierto grado de dependencia regulatoria ya que podrán utilizar con fines reglamentarios únicamente las calificaciones crediticias emitidas por las agencias establecidas en la UE y registradas conforme al Reglamento (CE) n.º.1060/2009¹². Además, los “hedge funds” padecen en sus inversiones la dependencia de mercado respecto de las calificaciones crediticias que es común a todo tipo de fondos de inversión porque: por una parte, los propios fondos suelen gozar del grado máximo de calificación crediticia (AAA), de modo tal que una rebaja de su calificación suele producir consecuencias migratorias de sus inversores hacia otros fondos mejor calificados, con los efectos sistémicos que puede causar una brusca reducción de los activos de los fondos degradados. Y, por otra parte, los fondos invierten en activos bien calificados, por lo que una degradación en la calificación de aquellos activos obliga a los gestores que aquellos fondos a sustituir aquellos activos degradados por otros que satisfagan las exigencias –regulatorias o contractuales- de calificación máxima, con los efectos sistémicos consiguientes¹³.

c) Tercero, por lo que se refiere a las interacciones de los “hedge funds” y los bancos de inversión, el riesgo sistémico ha surgido y surge de la actuación de estos últimos dando contrapartida a la financiación apalancada de los primeros, esto es, actuando como “prime brokers”¹⁴ (aspecto sobre el que insistiremos en el epígrafe 5 de esta Ponencia).

falta de transparencia y a la necesidad de regular el “sistema bancario en la sombra” o “sistema bancario paralelo”.

¹² La redacción del art.4.1 de dicho Reglamento, modificada por el art.º.2 del Reglamento (UE) n.º.531/2011, introduce a los FIA en el listado de entidades financieras reguladas –junto a los OICVM que ya figuraban en la redacción original- que sólo pueden utilizar para fines reglamentarios las calificaciones crediticias emitidas por agencias registradas.

¹³ Así lo explica el apartado 7.3 (pág.15) del Documento Consultivo de la Dirección General de Mercado Interior y Servicios (Financial Markets. Asset Management) de la Comisión Europea referido a los OICVM denominado “Consultation Document. Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS). Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments”, Brussels 26 July 2012.

¹⁴ Ver ARRANZ PUMAR, G., “Principales roles en torno a los hedge funds: La figura del prime bróker” en RICO ARÉVALO, B. (Dir.) “Régimen Jurídico y Económico de los «Hedge Funds»”, Ed. Thomson Aranzadi, 2008, págs. 137 y ss. V. también PALA LAGUNA, R., ob.cit., pág.31 y ss. sobre las “*entidades de crédito y los hedge funds*” donde destaca que la relación entre los “hedge funds” y los departamentos de los bancos de inversión que operan como “prime brokers” es bidireccional ya que los fondos de los bancos obtienen financiación y liquidez y los bancos usan los activos de los fondos para financiar o dar liquidez a otro cliente y para ofrecerlos en garantía frente a otro banco.

En conclusión, el papel que estos “hedge funds” han desarrollado en la crisis financiera nacida en el verano de 2007 ha puesto de manifiesto los riesgos específicos que afectan a los inversores que participan en ellos y los abusos que pueden cometer sus gestores¹⁵. De ahí que exista un consenso internacional sobre la necesidad de regularlos y supervisarlos para evitar que se produzcan tales siniestros¹⁶.

3. LA REGULACIÓN DE LOS “HEDGE FUNDS”.

3.1. Premisas generales de partida.

Dos son las premisas generales de las que debemos partir cuando analizamos la regulación de los FIA tanto en el Derecho comunitario europeo como en el español:

a) La primera es que la regulación de los FIA es hija de la crisis financiera global. En efecto, las implicaciones de este tipo de fondos en el nacimiento y en el desarrollo de la crisis financiera global y la conciencia de los riesgos que genera su actuación al margen de toda norma para el funcionamiento del mercado financiero en general y, en particular, para la protección de los inversores que a ellos acuden han llevado a los países desarrollados a establecer una regulación de aquellos que -sin desvirtuar su propio carácter de IIC libres de ciertas limitaciones de inversión y, por ende, alternativas a las IIC de inversión limitada- permita controlar aquellos riesgos. En definitiva, en términos clásicos, estas regulaciones buscan que la “libertad” de inversión de estos fondos no derive en “libertinaje” nocivo para los inversores¹⁷.

b) La segunda premisa es que la regulación de los FIA se establece a partir de la regulación de las OICVM. Dado que la regulación de los FIA se establece –tanto en el ámbito europeo como en el español- a partir de la que rige para las IIC de inversión limitada como una suerte de “diagnóstico diferencial” (lo que, desde el punto de vista técnico-jurídico, provoca remisiones continuas de las normas de las primeras a las segundas), es pertinente recordar que estas últimas están reguladas: En el Derecho comunitario, en la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo

¹⁵ Ver nuestro estudio TAPIA HERMIDA, A.J., “Crisis, regulación y supervisión de los mercados financieros. Reflexiones urgentes sobre el papel de los intermediarios que prestan servicios de inversión, las instituciones de inversión colectiva y las agencias de calificación crediticia”, en la Revista de Derecho del Mercado de Valores nº 5, 2009, págs. 55 y ss.

¹⁶ Con referencia a la regulación española del RIIC de 2005, ver RUBIO, M.G., “Régimen de supervisión, inspección y sanción”, en RICO ARÉVALO, B. (Dir.) “Régimen Jurídico y Económico de los «Hedge Funds»”, Ed. Thomson Aranzadi, 2008, págs. 271 y ss.

¹⁷ El Informe Larosière, pág. 24, epígrafe 87, decía que “*sería deseable que todos los otros Estados Miembros, al igual que los EEUU, adoptaran un conjunto de medidas comparable. De hecho, los hedge funds pueden contribuir al apalancamiento del sistema y, dada la escala a la que ellos pueden operar, podría surgir un problema porque la concentración de sus posiciones podría causar una dislocación mayor*”.

y del Consejo, de 13 de julio de 2009, sobre determinados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM); y, en el Derecho español, en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC), desarrollada por el Reglamento aprobado por Real Decreto 1082/2012 (RIIC).

3.2. La regulación de los Fondos de Inversión Alternativos en el Derecho comunitario europeo.

Según vimos en el apartado 1 de esta Ponencia, en el Derecho comunitario, la noción de “hedge funds” se corresponde con la de los Fondos de Inversión Alternativos. Esta Ponencia se centrará en el análisis de la 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 1095/2010¹⁸ porque es el marco vigente de armonización de los FIA en la UE, lo que determinará las regulaciones futuras de los distintos Estados miembros. Además, hay que tener presente que esta Directiva 2011/61/UE sobre los FIA, al recoger soluciones sacadas de la experiencia de la crisis financiera (especialmente sobre el impacto que el fraude de los fondos asociados al escándalo de Madoff); extenderá sus efectos más allá del ámbito de los FIA para llegar a los OICVM. En este sentido, la propuesta de modificación de la Directiva 2009/65/CE ha acogido soluciones de esta Directiva sobre los FIA, especialmente en cuanto al papel esencial de los depositarios, tal y como se ha encargado de destacar la propia Comisión Europea¹⁹.

Por lo anterior, antes de pasar a exponer los distintos aspectos de esta Directiva 2011/61/UE sobre los FIA, conviene hacer algunas consideraciones generales sobre la misma. Desde el punto de vista formal destaca su extensión, ya que cuenta con 95 considerandos, 71 artículos y 4 anexos; y su complejidad, ya que la mayoría de sus preceptos muestran una redacción “atormentada” que une a su extensión desmesurada una dificultad –en ocasiones, muy notable- de entender los mandatos que formulan. En definitiva, es una disposición que, siguiendo la que viene a ser una pauta habitual en la normativa comunitaria que regula los mercados financieros, va derechamente en contra de las pautas elementales de redacción de las normas jurídicas; porque no son claras, ni concisas, ni unívocas.

El objeto de la Directiva es regular la autorización, el ejercicio continuo de la actividad y la transparencia de los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (GFIA) que gestionen o comercialicen Fondos de Inversión Alternativos (FIA) en la Unión Europea y lo hace conforme al paradigma común a la regulación de los intermediarios financieros, esto es, ocupándose de las condiciones de acceso y de ejercicio de la actividad de aquellos GFIA.

¹⁸ DOUE L 174 de 1.7.2011.

¹⁹ European Commission, Memo/12/515, p.4, epígrafe 7.

El ámbito de aplicación de esta Directiva resulta expresamente ajeno al propio de la Directiva 2009/65/CE sobre los OICVM tanto porque los fondos (FIA) se definen como aquellos organismos de inversión colectiva que no requieran autorización conforme a aquella Directiva de 2009 como porque sus gestores (GFIA) no deben estar habilitados para gestionar OICVM.

Aun cuando la Directiva de 2011 dice expresamente que no regula los FIA, que por ello deben poder seguir siendo regulados y supervisados a nivel nacional (considerando 10); es lo cierto que de sus preceptos se deduce que estos fondos comparten la estructura triangular que es común a todo tipo de fondos de inversión ya que su gestor (GFIA) deberá asegurarse de que, para cada FIA que gestione, se designe un único depositario que será una entidad de crédito, empresa de inversión o institución habilitada al efecto que tendrá las funciones habituales de custodia de los activos del FIA, de intervención en las operaciones sobre las participaciones de los FIA y de vigilancia de la gestión desarrollada por el GFIA (art. 21).

La entrada en vigor de la Directiva 2011/61/UE ha obligado a modificar el Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia; el Reglamento (UE) nº 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión no 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión; y la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, sobre determinados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM).

El pasado 12 de diciembre de 2012 se publicó la Propuesta de Reglamento Delegado de la Comisión nº. .../., de 19.12.2012 por el que se completa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las excepciones, las condiciones operativas generales, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión²⁰. Este Reglamento –calificado como una condición para la efectiva aplicación de la Directiva- quedó sujeto al escrutinio del Parlamento Europeo y del Consejo por un periodo de tres meses y entrará en vigor, si no hay objeción por parte de estas Instituciones, al final de este periodo una vez que se haya publicado en el DOUE.

Por último, debemos de llamar la atención sobre la conveniencia de incrementar la convergencia de determinadas soluciones regulatorias a problemas comunes a los fondos de inversión limitada (OICVM) y a los fondos de inversión libre (FIA), de modo tal que, en estos puntos (por ejemplo, en la actuación de sus depositarios),

²⁰ European Commission, Brussels 19.12.2012, C(2012)8370 final.

sean consistentes las disposiciones de la Directiva de los OICVM y de la Directiva de los FIA²¹.

3.3. La regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre en el Derecho español.

Tal y como expusimos en el apartado 1 de esta Ponencia, en nuestro Ordenamiento, la noción de “hedge funds” se corresponde con la de las IIC de inversión libre. Pues bien, la regulación de estas IIC de inversión libre (IICIL) y de las IIC de IIC de inversión libre (IICIICIL) parte de la base de que son un tipo especial de IIC de carácter financiero que han sido reguladas a nivel reglamentario en dos etapas:

1ª. En una etapa inicial, por el RIIC de 2005 (RD 1309/2005) que, en la sección 2ª del capítulo I del título III y dentro de las IIC de carácter financiero, establecía las “disposiciones especiales de las IIC de inversión libre” (arts.43 y 44)²². La redacción de estos preceptos fue modificada por el Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo y por el Real Decreto 749/2010, de 7 de junio. Este régimen se desarrolló mediante la Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril, por la que se desarrollan las disposiciones del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, reguladora de las IIC, relativas a las IIC de inversión libre y a las IIC de IIC de inversión libre y por la que se habilita a la CNMV para dictar diversas disposiciones y la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la CNMV sobre IIC de inversión libre.

2ª. En una etapa sucesiva vigente en la actualidad, por el RIIC de 2012 (RD 1082/2012), que, en sus arts.73 y 74, establece las disposiciones especiales de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (IICIL) y de las Instituciones de Inversión Colectiva de Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (IICIICIL). Dado que estos dos preceptos reproducen literalmente los arts.43 y 44 del RIIC de 2005, la Disposición Transitoria Segunda del RD 1082/2012 prevé expresamente la vigencia de las normas reglamentarias de menor rango que hubieran desarrollado el RIIC de 2005, como sucede con las disposiciones citadas²³.

²¹ La conveniencia de alinear determinadas soluciones regulatorias de ambas Directivas para prevenir riesgos sistémicos y proteger a los inversores de forma más eficiente se plantea por la Comisión Europea en el apartado 9.5 (pág.19) del Documento Consultivo de 26 de julio de 2012 antes citado.

²² Ver RICO ARÉVALO, B., “El modelo de regulación española para los hedge funds”, en RICO ARÉVALO, B. (Dir.) “Régimen Jurídico y Económico de los «Hedge Funds»”, Ed. Thomson Aranzadi, 2008, págs. 33 y ss.

²³ Sobre esta regulación, ver nuestras noticias sobre “El desarrollo reglamentario de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (los denominados “hedge funds”)", en esta RDBB nº 102, 2006, págs. 290 y ss.; y sobre “Reforma del régimen reglamentario de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (los denominados “hedge funds”) por el Real Decreto 362/2007”, en la RDBB nº 106, 207, págs. 195 y ss.; y nuestro estudio sobre “La

De lo anterior se deduce que el régimen español vigente de las IICIL y de las IICIICIL –contenido en los arts.73 y 74 del RIIC de 2012- permanece al margen de la armonización comunitaria de los GFIA articulada por la Directiva 2011/61/UE –que por ello no se cita en la Disposición final quinta del RD 1082/2012- por razones sustanciales y cronológicas. En cuanto a las instituciones (IIC), porque la Directiva no armoniza los FIA; y, en cuanto a sus gestores (SGIIC), porque el plazo de adaptación a la Directiva de los GFI vence el 22 de julio de 2013 (art.66).

4. LA NOCIÓN LEGAL DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS Y DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA LIBRE.

4.1. La noción legal de los FIA en el Derecho comunitario europeo.

La noción de los FIA en la Europa Comunitaria es extremadamente amplia por cuanto viene determinada por tres principios de indiferencia que informan la Directiva 2011/61/UE:

a) Indiferencia objetiva, por cuanto esta Directiva cubre una amplia variedad de FIAs y de GFIA que va desde los fondos que invierten en acciones hasta los que invierten en activos ilíquidos, tales como los inmuebles, las infraestructuras o bienes como el vino o el arte; y toda la variedad de estrategias de inversión²⁴.

b) Indiferencia geográfica, en el sentido de que la consciencia del carácter global de la operativa de los GFIA y de los FIA administrados lleva a abarcar tanto a los GFIA comunitarios como a los GFIA extracomunitarios, con tal de que estos últimos tengan un punto de conexión –en forma de gestión o comercialización- con la UE. Así, la Directiva se aplicará, por una parte, a los GFIA comunitarios que gestionen uno o varios FIA, con independencia de que estos FIA sean comunitarios o extracomunitarios; y, por otra parte, a los GFIA extracomunitarios que tengan un punto de conexión con la UE porque gestionen uno o varios FIA comunitarios o comercialicen FIA en la UE, con independencia de que tales FIA sean comunitarios o extracomunitarios (art.2.1).

c) Indiferencia jurídica, que afecta tanto al GFIA –con independencia de cuál sea su estructura jurídica- como al FIA o FIAs administrados ya que también resulta irrelevante que el FIA sea de tipo abierto o cerrado o que el FIA esté constituido

regulación de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (los denominados «hedge funds») en España”, en la Revista Iberoamericana de Mercados de Valores, nº 22, 2007, págs. 63 y ss.

²⁴ Así lo destaca el apartado 1 (pág.2) de la Memoria Explicativa de la Propuesta de Reglamento Delegado de la Comisión nº. .../.., de 19.12.2012 por el que se completa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo antes citada.

bajo forma contractual, de trust, estatutaria o cualquier otra forma. De ahí podemos deducir que la denominación de FIA es un "falso amigo" en términos estrictamente jurídicos porque no prejuzga su naturaleza jurídica de fondo o sociedad.

La noción comunitaria de los GFIA y de los FIA debe completarse teniendo en cuenta el capítulo de las exclusiones totales y exenciones parciales:

a) Se excluyen totalmente del ámbito de la Directiva un conjunto de entidades bien porque no se consideran GFIA²⁵; o bien porque, siendo GFIA, concurren razones de política legislativa que hacen aconsejable su exclusión²⁶.

b) Se establece un régimen simplificado para algunos GFIA de dimensión reducida, en el bien entendido de que estos GFIA no se beneficiarán de ninguno de los derechos reconocidos en la Directiva (art.3.4).

En este sentido, se establecen dos tipos de GFIA de dimensión reducida acudiendo a dos criterios para calificarlos como tales consistentes en el volumen total de las carteras de los FIA administrados y en la liquidez de sus participaciones. De tal modo que, combinando ambos criterios, aquel régimen simplificado se aplicará: en primer lugar, a los GFIA que gestionen carteras de FIA cuyos activos gestionados, incluidos los activos adquiridos mediante recurso al apalancamiento, no rebasen en total un umbral de 100 millones de euros; y, en segundo término, a los GFIA que gestionen carteras de FIA cuyos activos gestionados no rebasen en total un umbral de 500 millones de euros, cuando las carteras de los FIA consistan en FIA que no estén apalancados y no tengan derechos de reembolso que puedan ejercerse durante un período de 5 años después de la fecha de inversión inicial en cada FIA. En ambos casos, se tendrá en cuenta tanto la gestión directa como la indirecta, a través de una empresa con la que el

²⁵ El art.2.3 de la Directiva excluye a las siguientes entidades: "a) las sociedades de cartera; b) las instituciones de organismos de previsión para la jubilación sujetas a lo dispuesto en la Directiva 2003/41/CE, incluidas, según proceda, las entidades autorizadas responsables de la gestión de las mismas y que actúen en su nombre, contempladas en el artículo 2, apartado 1, de dicha Directiva, o los gestores de inversión nombrados en virtud del artículo 19, apartado 1, de dicha Directiva, en la medida en que no gestionen un FIA; c) las instituciones supranacionales, tales como el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones, las instituciones europeas de financiación del desarrollo, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, y los bancos de desarrollo bilaterales, y otras instituciones supranacionales y organismos internacionales similares, en el supuesto de que estas instituciones u organismos gestionen uno o varios FIA, y en la medida en que los FIA actúen en interés público; d) los bancos centrales nacionales; e) los gobiernos y organismos nacionales, regionales y locales u otras instituciones que gestionen fondos de apoyo a los regímenes de seguridad social y pensiones; f) los regímenes de participación de los trabajadores o regímenes de ahorro de los trabajadores; g) los vehículos de finalidad especial de titulización".

²⁶ El art.3.1 de la Directiva dice que "no se aplicará a los GFIA en la medida en que gestionen uno o más FIA cuyos únicos inversores sean el GFIA o la empresa matriz o las filiales del GFIA u otras filiales de dicha empresa matriz, siempre que ninguno de los inversores sea a su vez un FIA".

GFIA esté relacionado por motivos de gestión o control común, o por una participación directa o indirecta sustancial (art.3.2).

En todo caso, el régimen simplificado implicará la aplicación de los siguientes deberes: estar sujetos a un registro con las autoridades competentes de su Estado miembro de origen (EMO); identificarse a sí mismos y a los FIA que gestionen ante las autoridades competentes de su EMO en el momento de su registro; proporcionar información sobre las estrategias de inversión de los FIA que gestionen a las autoridades competentes de su EMO en el momento de su registro; facilitar a las autoridades competentes de su EMO información periódica sobre los principales instrumentos con los que realicen operaciones y sobre los principales riesgos y concentraciones más importantes de los FIA que gestionen, a fin de permitir a las autoridades competentes el control efectivo del riesgo sistémico; y notificar su situación a las autoridades competentes de su EMO en caso de que dejen de cumplir las condiciones para la aplicación de este régimen simplificado (art.3.3).

4.2. La noción legal de las IICIL en el Derecho español.

Debemos empezar reiterando que la regulación de las IICIL en España no está armonizada a nivel comunitario, ya que el RIIC de 2012 se refiere a la adaptación parcial de algunas normas armonizadoras contenidas en la Directiva 2011/61/UE sobre los GFIA. Normas que se agrupan en la categoría de disposiciones especiales aplicables a las IIC que no cumplen con la Directiva de 2009 sobre los OICVM (art.72), entre los que se encuentran las IICIL y las IICIICIL.

Aclarado lo anterior, la noción legal de estas IICIL en el Derecho español responde a las siguientes características esenciales²⁷:

a) Su libertad o flexibilidad inversora que afecta a los dos aspectos antes citados y que son: los activos financieros en los que pueden invertir y las técnicas de inversión apalancada. Esta libertad se logra, normativamente: De forma directa, en el caso de las IICIL, estableciendo –en el último inciso de la letra k) del art.73 del RIIC- que *“no les serán de aplicación las reglas sobre inversiones contenidas en la sección 1ª del capítulo I del título III de este Reglamento”*. Por lo tanto, estas IICIL no estarán sujetas a las disposiciones comunes para las IIC de carácter financiero que determinan los activos aptos para la inversión (art.48), la inversión en valores no cotizados (art.49), la diversificación del riesgo (art.50), las limitaciones a la capacidad de inversión (art.51), los requisitos para la inversión en instrumentos financieros derivados (art.52) y los requisitos de liquidez (art.53). Además, no estarán sujetas a los límites de endeudamiento y prohibiciones de pignoración de sus activos que son comunes a las IIC de inversión limitada (art.73.l). De forma refleja, en el caso de las IICIICIL,

²⁷ Ver nuestro estudio TAPIA HERMIDA, A.J., “La gestión y la custodia de los hedge funds”, en RICO ARÉVALO, B. (Dir.) “Régimen Jurídico y Económico de los «Hedge Funds»”, Ed. Thomson Aranzadi, 2008, págs. 91 y ss)

estableciendo normas específicas de inversión de su patrimonio en las letras a) y b) del apartado 1 del art.74 del RIIC. En este caso, debe entenderse que les resultan aplicables, supletoriamente, las disposiciones comunes a las IIC de carácter financiero, contenidas en la sección 1ª del capítulo I del título III de la LIIC y en la sección 1ª del capítulo I del título III del RIIC. Así cabe interpretar la alusión expresa, que se hace en el art.74.1.n) del RIIC- a la posible ampliación, por la CNMV, del plazo máximo de endeudamiento previsto con carácter general en el art.71.1 del RIIC.

b) A resultas de esta libertad y flexibilidad inversora, presentan un carácter semiabierto, porque la entrada y especialmente la salida de sus inversores -mediante la suscripción y reembolso de las participaciones de los fondos o la adquisición y venta de sus acciones- se puede someter a límites temporales y cuantitativos que no pueden afectar a las IIC financieras de régimen común o inversión limitada. En efecto: En cuanto se refiere a los límites temporales, estas IIC deberán calcular el valor liquidativo con frecuencia trimestral o, en su caso, semestral y esta será la periodicidad de las entradas y salidas de inversores. Además, el cierre temporal de estas IIC puede agravarse porque podrán no otorgar derecho de reembolso en todas las fechas de cálculo de su valor liquidativo (art.73.e RIIC para las IICIL y art.74.c RIIC para las IICIICIL). Asimismo podrán establecer periodos mínimos de permanencia para sus accionistas o partícipes, establecer periodos de preaviso para las suscripciones y reembolsos y retrasar el pago del reembolso (art.73.f, i y j RIIC para las IICIL y art.74.d, g y h RIIC para las IICIICIL). En lo que afecta a los límites cuantitativos, estas IIC podrán establecer un límite máximo al importe de los reembolsos a una determinada fecha y aplicar, en su caso, reglas de prorrateo (art.73.g RIIC para las IICIL y art.74.e RIIC para las IICIICIL).

c) Otra característica propia de los “hedge funds” que presentan estas IIC es la libre fijación de las comisiones de gestión, depósito, suscripción y reembolso de sus participaciones; que no quedan sujetas a los límites máximos ni a las formas de cálculo que resultan comunes para las IIC de carácter financiero (art.73.h RIIC para las IICIL y art.74.f RIIC para las IICIICIL, en relación con el art.5 RIIC que establece aquellas previsiones sobre las comisiones y gastos).

d) Desde el punto de vista de la sistemática regulatoria, estas IICIL son una clase especial de IIC de carácter financiero; lo que hace que, a título principal, se les apliquen las disposiciones especiales de la sección 3ª del capítulo I del título III; y, de forma supletoria y en cuanto las disposiciones precedentes no las excluyan o contradigan, las IICIL y las IICIICIL se regirán por las disposiciones comunes a las IIC. Así, por ejemplo, debe tenerse en cuenta -en cuanto a la gestión y custodia de los “hedge funds” se refiere- que las normas generales sobre las sociedades gestoras y depositarios de las IIC contenidas en los Títulos IV y V de la LIIC y del RIIC complementan directamente las específicamente referidas a las IIC de inversión libre.

e) Las IICIL y las IICIICIL participan de la característica comunitaria de los FIA de la indiferencia de forma jurídica ya que pueden adoptar cualquiera de las dos formas jurídicas disponibles para las IIC de carácter financiero tipificadas en los arts.1.2 y 29 de la LIIC y en el art.1.3 del RIIC: fondos de inversión o sociedades de inversión. La opción por una u otra vestidura tendrá efectos decisivos sobre su gestión y su custodia de modo que: Si se opta por la forma de Fondo de Inversión (FI), su gestión corresponderá necesariamente a una SGIIC y la custodia de sus activos a un Depositario (art.3.1 LIIC y art.2.1 RIIC). Si se opta por adoptar la forma de sociedad de inversión -que, conforme al art.29 de la LIIC, deberá ser una Sociedad de Inversión de Capital Variable, SICAV- estaremos ante una sociedad anónima especial (art.9.1 LIIC y art.6.1 RIIC), que presentará especialidades tanto en su gestión como en la custodia de sus activos. En efecto, mientras la custodia de sus activos también deberá confiarse a un depositario (art.32.2 LIIC y art.11.1.e RIIC); su gestión puede desarrollarse de dos maneras: De forma directa y exclusiva por su consejo de administración, si no delega aquella gestión (art.7.1 RIIC). Téngase en cuenta que las SICAV de inversión libre y las SICAV de IIC de inversión libre que no hayan delegado la gestión de sus activos estarán sujetas a las normas 2ª a 10ª de la Circular 1/2006, que establecen las condiciones de acceso y de ejercicio de la actividad de gestión de este tipo de IIC (ver las Normas 2ª.5 y 11ª de la Circular 1/2006). De forma delegada por una entidad habilitada al efecto, si su junta general o su consejo de administración acuerdan delegar la gestión de sus activos en una o varias entidades financieras de entre las habilitadas para ello (art.7.2 RIIC).

f) Otra característica general relevante de estas IICIL –que es común a las IIC en general- es la separación entre las sociedades gestoras y los depositarios de las IICIL y de las IICIICIL. En efecto, una consecuencia natural de la aplicación supletoria a la gestión y custodia de este tipo de IIC de la normativa general es la exigencia de que sus SGIIC y sus depositarios cumplan las normas de separación establecidas en el art.56 de la LIIC. Ahora bien, conviene insistir en la particular importancia que, en la gestión y custodia de este tipo de IIC, tiene la efectiva observancia de aquellas normas de separación porque, en un contexto de mayor libertad y riesgo en la inversión, los equilibrios entre aquellas entidades auxiliares y los mecanismos de exigencia recíproca de responsabilidad, en nombre de los partícipes, previstos, respectivamente, en los arts.46.4 y 62.2 de la LIIC se hacen especialmente necesarios. Buena muestra de la especial importancia de la separación de funciones en estas IIC la ofrece la exigencia de segregación de funciones en el interior de las propias SGIIC (v. Norma 7º de la Circular 1/2006).

g) La última característica consiste en la posible adaptación de las SGIIC para gestionar IICIL o IICIICIL. Las SGIIC existentes deberán tener adaptados sus estatutos y sus medios materiales y humanos, así como su estructura para poder cumplir con los requisitos específicamente exigidos para gestionar este tipo de IIC, tal y como señala el art.8.1 de la Orden EHA/1199/2006. En todo caso, deberá adaptarse el programa de actividades para incluir en él la gestión de este tipo de IIC. Además, para que una sociedad o agencia de valores pueda actuar

como entidad delegada de una SGIIC de una de estas IIC deberá incluir, en sus estatutos y en su programa de actividades, el servicio de inversión de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión .

5. LA INFLUENCIA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS EN LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS.

5.1. Las premisas generales para evaluar la influencia de los FIA en los mercados financieros.

Podemos señalar tres premisas: La primera y esencial es la libertad de actuación de los FIA, la segunda es la importancia cuantitativa y cualitativa de aquella influencia y la tercera es la ambivalencia de sus efectos –positivos y negativos- en los mercados financieros²⁸.

En cuanto a la libertad de actuación de los FIA en los mercados financieros en los que operan, esta afecta a dos aspectos esenciales: a) Primero, a los instrumentos financieros en los que los FIA pueden invertir, que alcanza tanto a los activos simples o de primera generación (por ejemplo, acciones u obligaciones emitidas por sociedades anónimas cotizadas) como a los activos complejos o de segunda generación (por ejemplo, los derivados financieros, futuros u opciones)²⁹. b) Segundo, a las técnicas de financiación de su inversión, que les permiten endeudarse sin límites normativos para apalancar sus inversiones. El efecto combinado de estas dos libertades sobre los mercados financieros en los que estos FIA invierten y sobre los inversores que adquieren acciones o participaciones emitidas por estos FIA es ambivalente porque –como siempre sucede en el ámbito financiero- cuanto mayor es la expectativa de rentabilidad de las inversiones en los FIA, mayor es el riesgo de pérdida que debe soportar el inversor que a ellos acude³⁰.

Si profundizamos en la referencia a esta libertad de actuación que es característica esencial y definitoria de los FIA, debemos recordar que los “hedge funds” se

²⁸ En este sentido, es importante constatar que la Directiva 2011/61/UE empieza constatando, en su Considerando (1) que los FIA tienen una influencia relevante en los mercados y, por ello, sus gestores (GFIA) “*son responsables de la gestión de un volumen significativo de activos invertidos en la Unión (y) a ellos corresponde un volumen significativo de negociación en los mercados de instrumentos financieros, por lo que pueden ejercer una considerable influencia en los mercados y las empresas en las que invierten*”.

²⁹ Ver RUIZ RODRIGUEZ, A./ FERNANDEZ DE BOBADILLA, G., “La intervención de los hedge funds en los mercados de instrumentos financieros de derivados y otras operaciones complejas” en RICO ARÉVALO, B. (Dir.) “Régimen Jurídico y Económico de los «Hedge Funds»”, Ed. Thomson Aranzadi, 2008, págs.375 y ss.

³⁰ Ver ARTÉS, D., “La función económica de los hedge funds y su intervención en los mercados de valores” en RICO ARÉVALO, B. (Dir.) “Régimen Jurídico y Económico de los «Hedge Funds»”, Ed. Thomson Aranzadi, 2008, págs.293 y ss.

conciben como mecanismos para generar rendimientos positivos de la inversión con independencia de la tendencia del mercado y, para ello, utilizan mecanismos de cobertura para prevenir las pérdidas potenciales de los mercados principales en los que invierten. Para ello, pueden vender en corto, negociar opciones y futuros y utilizar otras estrategias cobertura contra el riesgo del mercado. Sin perjuicio de que la propia libertad de gestión inherente a los “hedge funds” implica una enorme variedad de estrategias de inversión, estas pueden agruparse en torno a tres tipologías básicas: las estrategias de valor relativo (“relative-value strategies”) que intentan beneficiarse de las ineficiencias de un mercado o entre diferentes mercados; las estrategias de dirección por eventos (“event-driven strategies”) que intentan beneficiarse de situaciones especiales tales como fusiones e insolvencias; y las estrategias oportunistas (“opportunistic strategies”) que buscan una mayor correlación con la evolución del mercado o mercados en los que actúan³¹.

En todo caso, hemos de recordar que la influencia de los “hedge funds” en los mercados financieros es ambivalente porque, si bien la incidencia de los FIA en los mercados en los que operan es beneficiosa por regla general, la crisis financiera global han puesto de manifiesto hasta qué punto las actividades de dichos FIA y de sus gestores pueden también servir para difundir o amplificar los riesgos a través del sistema financiero. La constatación de la falta de coordinación de las respuestas nacionales y de la consiguiente dificultad para una gestión eficiente de tales riesgos ha sido el factor decisivo que ha impulsado la promulgación de la Directiva 2011/61/UE que, por ello, pretende establecer requisitos comunes aplicables a la autorización y supervisión de los GFIA, a fin de definir un planteamiento coherente ante los riesgos de que se trata y sus repercusiones sobre los inversores y los mercados de la Unión.

5.2. Los destinatarios de los FIA: inversores o clientes profesionales y minoristas.

Aclaradas las tres premisas necesarias para valorar la influencia de los FIA en los mercados financieros, debemos entrar a examinar cuales son sus destinatarios o consumidores de las acciones o participaciones que emiten y sirven de cauce para colectivizar su inversión. Ello es pertinente ya que el grado de influencia de los FIA en los mercados financieros dependerá, en primer lugar, de su impacto inicial en los inversores.

Por regla general, los “hedge funds” no han sido objeto de oferta pública porque, tradicionalmente, se dirigen a inversores con un alto nivel de recursos que disponen de un mínimo de 1 millón de euros para invertir. En ocasiones, se establecen límites adicionales y, para evitar determinadas regulaciones, limitan su

³¹ Ver MARTINEZ PARERA, M., “Principios generales de las inversiones: introducción a la gestión alternativa de los hedge funds”, y GUTIERREZ DE CABIEDES, J.M., “Las llamadas técnicas de gestión alternativa”, ambos en RICO ARÉVALO, B. (Dir.) “Régimen Jurídico y Económico de los «Hedge Funds»”, Ed. Thomson Aranzadi, 2008, págs.311 y ss. y 327 y ss., respectivamente.

número de inversores a 99 o menos. En todo caso, la propia libertad de configuración de este tipo de fondos hace que, en ocasiones, establezcan criterios de selección de sus inversores que dependen de su gestión, tamaño, condiciones financieras y preferencias regulatorias. Por lo anterior, podemos decir que los destinatarios primarios o preferentes de los FIA son los inversores profesionales o sofisticados, ya que –por el volumen de su inversión y de sus conocimientos financieros- son ellos quienes mejor pueden beneficiarse de sus elevadas expectativas de rentabilidad y soportar los riesgos inherentes a la inversión en estos FIA³².

Sin perjuicio de lo anterior, en los últimos tiempos, un número creciente de “hedge funds” han reducido sus exigencias de inversión mínima para atraer nuevos fondos y mejorar su financiación de tal modo que en algunos casos han admitido inversiones de 20.000 euros, especialmente cuando se trata de fondos de fondos. En este sentido, es frecuente que sus gestores gocen de una facultad discrecional para establecer las inversiones mínimas exigibles.

A partir de esta primera constatación unánime sobre la adecuación a los inversores profesionales de la inversión en FIA, se plantean tres posibilidades en cuanto a la eventual comercialización de las acciones o participaciones de estos FIA entre inversores minoristas: a) La primera prohibitiva, porque considera que aquella distribución siempre derivará en la asunción de un riesgo ineficiente por parte del pequeño inversor que, en el mejor de los casos, servirá de comparsa de una gestión especulativa que se desarrolla a su costa y, en el peor, habrá perdido el dinero invertido para que otros hayan especulado con él. b) La segunda solución es la permisiva que mantiene que también los pequeños inversores tienen perfecto derecho a gozar de las mayores expectativas de rentabilidad de los FIA, sin perjuicio de que deban ser informados de los riesgos inherentes, como en cualquier otro caso. c) La tercera solución es la intermedia, ya que permite que los inversores minoristas accedan a estos FIA pero de forma indirecta, esto es, a través de fondos de FIA en los que la diversificación adicional de los riesgos los hace racionalmente soportables para aquellos pequeños inversores.

Esta última solución intermedia es la adoptada en nuestro Ordenamiento que distingue los destinatarios de los dos tipos de IICIL que regula: Los destinatarios de las IICIL de primer nivel (“hedge funds”) son los clientes profesionales³³

³² En este sentido, el apartado 1 de la Memoria Explicativa de la Propuesta de Reglamento Delegado de la Comisión nº. .../..., de 19.12.2012 por el que se completa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo empieza diciendo que dicha Directiva “*introduce requisitos armonizados para las entidades implicadas en la gestión de los Fondos de Inversión Alternativos (FIAs) comercializados entre inversores profesionales en la UE*”.

³³ Estos clientes profesionales se definen en el art.78 bis.2 y 3 de la LMV como una categoría diversa de los clientes minoristas que se caracteriza, genéricamente, porque son “*aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos*”. Entre ellos se incluyen las entidades financieras e inversores institucionales, los Estados, Administraciones regionales y demás organismos públicos, etc. Adviértase que el RD 1698/2012, de 21 de diciembre, ha

porque, por una parte, se establece la exigencia de un desembolso mínimo inicial de 50.000 euros para suscribir o adquirir las acciones o las participaciones de estas IICIL, salvo que se trate de clientes profesionales; y porque, por otra parte, sólo podrán realizar actividades de comercialización cuando se dirijan a este tipo de clientes profesionales (art.73.a y b RIIC). Los destinatarios de las IICIICIL de segundo nivel (o fondos de “hedge funds”) pueden ser tanto los inversores o clientes profesionales como los minoristas porque no se exige aquel desembolso mínimo inicial ni se prohíben las acciones de comercialización de este tipo de IICIICIL entre estos últimos (art.74 RIIC)³⁴.

En cuanto a la adecuación de ambos tipos de IICIL a las distintas categorías de inversores (las IICIL a los inversores cualificados o clientes profesionales y las IICIICIL a ambos tipos de inversores o clientes, cualificados o profesionales y minoristas), conviene recordar que esta distinción entre los “hedge funds” (las IICIL) y los fondos de “hedge funds” (las IICIICIL) tiene una influencia directa en su gestión y custodia que se proyecta, en concreto, en los siguientes aspectos: En las diferentes exigencias en cuanto a los sistemas de control y medición de riesgos que se establecen para las SGIIC de IICIL y para las SGIIC de IICIICIL (apartados 4 y 5 de la Norma 6ª de la Circular 1/2006); en los diferentes requisitos de transparencia, en cuanto al contenido de la información periódica que deben elaborar las SGIIC de IICIL y las SGIIC de IICIICIL (apartados 1 y 2 de la Norma 14ª de la Circular 1/2006); en los diferentes límites de endeudamiento y de inversión que deben observar en su gestión las SGIIC de IICIL y las SGIIC de IICIICIL (Normas 19ª y 20ª de la Circular 1/2006); y en los diferentes criterios de cálculo del valor liquidativo de las acciones y participaciones que deben aplicar las SGIIC de IICIL y las SGIIC de IICIICIL (Normas 21ª y 22ª de la Circular 1/2006).

En todo caso, se establece una garantía informativa común para los inversores tanto en IICIL como en IICIICIL que consiste en la necesaria constancia escrita de que el inversor –antes de suscribir las acciones de los fondos y de adquirir las acciones de las sociedades- conoce los riesgos inherentes a su inversión en este tipo de IIC. Exigencia que únicamente se excluye, en el caso de las IICIL, si se trata de clientes profesionales o si aquella suscripción de participaciones o

modificado el art.39 del RD 1310/2005 de tal modo que ha homologado la categoría de los “inversores cualificado” con la de los “clientes profesionales” enumerados en el art.78.bis.3 de la LMV, además de las contrapartes elegibles definidas en el art.78.ter de la misma LMV y las PYMES domiciliadas en España que así lo soliciten. En el ámbito específico de las IICIL, el Preámbulo de la Circular 1/2006 dice que *“las IIC de inversión libre se configuran como productos de amplia flexibilidad inversora, destinados a inversores que, por su mayor experiencia o formación financiera, precisan de menor protección”*.

³⁴ Los clientes minoristas se definen en el art.78.bis.4 de la LMV como “todos aquellos que no sean profesionales”. En el específico ámbito de las IICIICIL, el Preámbulo de la Circular 1/2006 dice que “para facilitar que también los pequeños inversores puedan acceder a esta modalidad de inversión, la presente Circular regula las IIC de inversión libre –esto es, los llamados «fondos de hedge funds»-, cuyos requisitos de diversificación y protección del inversor los acercan a las IIC tradicionales”.

adquisición de acciones se realiza por un intermediario financiero en ejecución de un contrato de gestión discrecional de cartera que autorice expresamente al gestor a invertir en este tipo de IIC (art.73.n y art.74.j RIIC).

5.3. La contribución de los FIA a generar y expandir el riesgo sistémico y las formas en las que puede prevenirse esta influencia negativa.

En el epígrafe 2 de esta Ponencia hemos visto que el principal reproche que se hace a los “hedge funds” en cuanto a su implicación en la génesis y en el desarrollo de la crisis financiera global consiste en que su mismo modo de operar –invirtiendo en derivados financieros y usando técnicas de financiación apalancada de sus inversiones- lleva implícito el riesgo de que sus inversiones afecten al sistema financiero en su conjunto (riesgo sistémico)³⁵, particularmente cuando desarrollan conductas procíclicas³⁶. Las estrategias habituales de inversión que aplican estos FIA son buena prueba de este riesgo y las formas de contagio o transmisión al mercado financiero del riesgo sistémico en situaciones de colapso de los “hedge funds” pueden ser directas, porque aquellas situaciones obligan a una liquidación forzosa y apresurada de sus posiciones voluminosas –y amplificadas por el apalancamiento en muchos casos- en determinados valores, con el consiguiente descenso de su cotización; o indirectas, por el liderazgo frecuente que se reconoce a estos “hedge funds” y el consiguiente “efecto estampida” que provocan sus crisis.

Por lo anterior, dado que los riesgos sistémicos que estos FIA pueden provocar tienen un componente transfronterizo porque no sólo son transversales a los diversos ámbitos del mercado financiero sino también a los diversos espacios geográficos en los que se fragmenta aquel mercado, la Directiva 2011/61/UE ha previsto un mecanismo de intercambio de información referente a las posibles consecuencias sistémicas de la actividad de los GFIA (art.53) de tal modo que las autoridades competentes de los Estados miembros responsables de la autorización o de la supervisión de GFIA intercambiarán información entre sí y con las autoridades europeas sobre el riesgo sistémico de dos formas³⁷: a) Primera, de

³⁵ Ver LOPEZ GAMBOA, F., “Los riesgos y los hedge funds. Los hedge funds y el riesgo sistémico”, en RICO ARÉVALO, B. (Dir.) “Régimen Jurídico y Económico de los «Hedge Funds»”, Ed. Thomson Aranzadi, 2008, págs.469 y ss.

³⁶ El Informe Final de OICV/IOSCO de junio de 2009, en su p.12 y ss., menciona como tercer y cuarto principios de regulación de los «hedge funds» los siguientes: “(iii) *Los «prime brokers» y los bancos que financian los «hedge funds» deben estar sujetos a registro, regulación y supervisión obligatorias. Ellos deben de poner en práctica sistemas de gestión del riesgo apropiados y controles para seguir el riesgo de exposición de contrapartida de los «hedge funds».* (iv) *Los gestores y asesores de los «hedge funds» y los «prime brokers» deben proporcionar al regulador principal la información sobre el riesgo sistémico (incluyendo la identificación, el análisis y la reducción de los riesgos sistémicos)”.*

³⁷ El Informe Final de OICV/IOSCO de junio de 2009, en su p.15., menciona como sexto principio de regulación de los «hedge funds» el siguiente: “(vi) *Los reguladores deben tener la facultad de cooperar y compartir información entre sí, cuando sea apropiado, para facilitar una supervisión eficiente y efectiva de los gestores y asesores de los fondos y de los fondos que operan globalmente para ayudar a identificar los riesgos sistémicos, la integridad del mercado y otros*

forma individualizada y ocasional, ya que aquellas autoridades comunicarán a la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) y a las autoridades competentes de otros Estados miembros información cuando ello resulte oportuno con vistas a vigilar y reaccionar a las consecuencias que puedan derivarse de la actividad de los GFIA, ya sea individualmente o de forma colectiva, para la estabilidad de las entidades financieras con importancia sistémica y para el funcionamiento ordenado de los mercados en los que los GFIA desarrollan su actividad³⁸. b) Segunda, de forma agregada y periódica porque las autoridades competentes de los GFIA comunicarán a la AEVM y a la JERS información agregada referente a las actividades de los GFIA que están bajo su responsabilidad de conformidad con las condiciones establecidas en el artículo 35 del Reglamento (UE) n° 1095/2010³⁹.

5.4. Sistemas de control del apalancamiento de los FIA para evitar que generen un riesgo sistémico indeseable.

En el epígrafe 5.1 de esta Ponencia, hemos visto que la libertad característica de la gestión de los FIA incide, básicamente, en los activos en los que pueden invertir y en las técnicas que aplican. Hemos visto también -en el epígrafe 5.2- como una de las causas de la peligrosidad potencial de estos FIA para el sistema financiero en su conjunto y para la protección de los inversores –el riesgo sistémico- reside en el apalancamiento de sus inversiones, entendido en sentido amplio, tanto objetivo como operativo⁴⁰.

Desde un punto de vista regulatorio, se plantea la necesidad de mantener el equilibrio entre el respeto a la necesaria libertad de acción de los FIA y de sus gestores, los GFIA; y la prevención frente al abuso de este tipo de técnicas que

riesgos derivados de las actividades o exposiciones de los «hedge funds» con vistas a reducir tales riesgos a nivel transfronterizo”. Por su parte, el art.116 de la Propuesta de Reglamento Delegado de la Comisión n°. .../., de 19.12.2012 por el que se completa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo desarrolla las previsiones del art.53 de la Directiva en cuanto al intercambio de información relativa al riesgo sistémico potencial (ver el apartado 3.2.14 de la memoria Explicativa, pág.10).

³⁸ El apartado 3 del art. 53 prevé: “La Comisión adoptará mediante actos delegados, de conformidad con el artículo 56 y observando las condiciones establecidas en los artículos 57 y 58, disposiciones en las que se especifique el contenido de la información que habrá de ser objeto de intercambio en virtud del apartado 1”.

³⁹ El apartado 4 del art.53 dispone: “La Comisión adoptará actos de ejecución en los que se especifiquen las modalidades y la frecuencia de la información que habrá de ser objeto de intercambio en virtud del apartado 1. Dichos actos de ejecución se adoptarán de conformidad con el procedimiento de examen contemplado en el artículo 59, apartado 2”.

⁴⁰ En este sentido, el art.4.1.v) de la Directiva 2011/61/UE define de forma amplia el «apalancamiento» como “cualquier método a través del cual el GFIA aumente la exposición de un FIA que gestione, ya sea tomando en préstamo efectivo o valores, a través del apalancamiento implícito en las posiciones en derivados o por cualquier otro medio”. Por su parte, los arts.6 a 11 de la Propuesta de Reglamento Delegado de la Comisión n°. .../., de 19.12.2012 por el que se completa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo desarrolla las previsiones del art.4 de la Directiva en cuanto a los métodos de cálculo del apalancamiento (ver el apartado 3.2.2 de la memoria Explicativa, pág.5).

puedan causar un riesgo sistémico inaceptable. Y ese punto de equilibrio se obtiene mediante técnicas de transparencia –en sentido amplio- que imponen a los GFIA establecer el nivel de uso de técnicas de apalancamiento e informar de ello a los inversores y a las autoridades competentes de su EMO, las cuales deberán compartir dicha información con las restantes autoridades nacionales y europeas⁴¹. Estos sistemas de control del apalancamiento de los FIA y, por ello, del riesgo sistémico que pueden provocar son de tres tipos: de registro, de información y de intervención pública. Veamos como articula la Directiva 2011/61/UE estas tres técnicas o sistemas:

a) Registro: El primer paso de este sistema de control transparente del riesgo sistémico ocasionado por el uso de técnicas de apalancamiento por parte de los GFIA se da imponiéndoles en el momento de su autorización y registro -como una técnica de gestión del riesgo y dentro de sus condiciones de ejercicio de la actividad y, en concreto, de sus requisitos operativos- el deber de establecer un nivel máximo de apalancamiento al que podrá recurrir por cuenta de cada FIA que gestione, así como el alcance del derecho de reutilización de colaterales o garantías de cualquier tipo que puedan otorgarse dentro del dispositivo de apalancamiento⁴². Adviértase que el GFIA en cuestión deberá demostrar que los límites de apalancamiento para cada FIA que gestione son razonables y que cumple en todo momento dichos límites establecidos por él mismo (art.25.3).

b) Información: El segundo paso de sistema de control transparente antedicho consiste en que -dentro de los requisitos de transparencia en sentido estricto que debe cumplir todo GFIA que gestione uno o varios FIA de la UE que recurran al apalancamiento o que comercialicen en la Unión uno o varios FIA que recurran al apalancamiento- se le imponen obligaciones de información dirigidas a dos tipos de sujetos: Primero, información a los inversores de los FIA respectivos, porque aquellos GFIA comunicarán periódicamente, en relación con cada uno de aquellos FIA: los cambios en cuanto al nivel máximo de apalancamiento al que el GFIA podría recurrir por cuenta del FIA, así como todo derecho de reutilización de colaterales o garantías de cualquier tipo otorgadas dentro del dispositivo de apalancamiento; así como el importe total del apalancamiento empleado por el FIA en cuestión (art.23.5). Segundo, información a las autoridades competentes del EMO, ya que aquellos GFIA les facilitarán información sobre el nivel global de apalancamiento de cada FIA que gestionen, desglosando la parte del apalancamiento que se deriva de la toma en préstamo de efectivo o valores y la

⁴¹ El Informe Larosière, en su pág. 24, epígrafe 88, dice que “*es necesaria una mayor transparencia porque los bancos, que son los principales prestamistas de los hedge funds, y sus supervisores no han sido capaces de obtener una visión global de los riesgos que ello comportaba*”.

⁴² En la fijación de estos parámetros, el GFIA deberá tener en cuenta en particular: el tipo de FIA de que se trate; su estrategia de inversión; sus fuentes de apalancamiento; cualquier otro vínculo o relaciones relevantes con otras instituciones de servicios financieros que puedan plantear un riesgo sistémico; la necesidad de limitar la exposición a cualquier contraparte; la medida en que el apalancamiento está cubierto; la proporción de activos y pasivos; y la escala, la índole y la importancia de la actividad del GFIA en el mercado en cuestión (art.15.4).

que esté implícita en los derivados financieros e información sobre la medida en que los activos del FIA han sido reutilizados en el marco de dispositivos de apalancamiento⁴³.

c) Intervención pública: Estas técnicas de intervención en sentido amplio abarcan tanto el uso de la información recibida por las autoridades competentes, como la eventual intervención de éstas en el uso del apalancamiento por los GFIA. En efecto:

c.1) El tercer paso del sistema de control transparente del riesgo sistémico ocasionado por el uso de técnicas de apalancamiento por parte de los GFIA es el de la utilización eficiente de la información recibida por las autoridades competentes, estableciéndose a este respecto dos tipos de deberes de las autoridades competentes que reciben aquella información que consisten en utilizarla adecuadamente⁴⁴ y compartirla con el resto de autoridades competentes de los Estados afectados y con las autoridades europeas⁴⁵.

c.2) La cuarta y última fase del sistema de control transparente del riesgo sistémico ocasionado por el uso de técnicas de apalancamiento por parte de los GFIA es la de la eventual intervención de las autoridades competentes en el uso de las técnicas de apalancamiento por los GFIA. Dado que esta intervención contradice la propia libertad de gestión de los FIA, únicamente será admisible cuando se aprecien riesgos sistémicos significativos y deberá acompañarse de la máxima transparencia. En efecto, si, a resultas de la evaluación de los riesgos que

⁴³ Dicha información incluirá la identidad de las cinco mayores fuentes de préstamo de efectivo o valores de cada uno de los FIA gestionados por el GFIA, y los volúmenes de apalancamiento obtenidos de cada una de tales fuentes por cada uno de los FIA. En el caso de los GFIA de fuera de la UE, las obligaciones de información establecidas en el presente apartado estarán limitadas a los FIA de la UE gestionados por ellos y a los FIA de fuera de la UE comercializados por ellos en la Unión (art.24.4).

⁴⁴ En cuanto al uso adecuado de aquella información, las autoridades competentes del EMO del GFIA deben utilizar la información que recaben para determinar hasta qué punto contribuye el apalancamiento a la generación de un riesgo sistémico en el sistema financiero, de riesgos de perturbación de los mercados o de riesgos para el crecimiento a largo plazo de la economía (art.25.1).

⁴⁵ En cuanto al intercambio de aquella información, hay que distinguir dos hipótesis (art.25.2): Primero, la hipótesis de normalidad, esto es, cuando no se detecta un incremento sustantivo del riesgo sistémico a resultas del uso de aquellas técnicas de apalancamiento por los GFIA. Entonces, las autoridades competentes de los EMO del GFIA velarán por que toda la información recabada con ocasión del trámite de la autorización del GFIA (art.7) o en cumplimiento por los GFIA de sus obligaciones de información periódica (art.24) por lo que respecta a todos los GFIA que estén bajo su supervisión, se ponga a disposición de las autoridades competentes de los demás Estados miembros, de la AEVM y de la JERS a través de los procedimientos de cooperación en la supervisión. Segundo, el supuesto de que un GFIA bajo su responsabilidad, o unos FIA gestionados por este GFIA, pudieran constituir una fuente importante de riesgo de contrapartida para una entidad de crédito u otras entidades pertinentes a efectos sistémicos de otros Estados miembros. En estos casos, aquellas autoridades competentes de los EMO del GFIA facilitarán sin demora información a través de los procedimientos de cooperación en la supervisión, y bilateralmente a las autoridades competentes de los otros Estados miembros directamente afectados.

pueda entrañar el recurso al apalancamiento por parte de un GFIA con respecto a los FIA que gestiona, las autoridades competentes del EMO concluyen que es necesario para la estabilidad e integridad del sistema financiero, fijarán límites al nivel de apalancamiento a que esté autorizado a recurrir un GFIA u otras restricciones en materia de gestión al FIA respecto de los FIA que gestione a fin de limitar la incidencia del apalancamiento en la generación de un riesgo sistémico en el sistema financiero o de riesgos de perturbación de los mercados⁴⁶.

c.3) Para garantizar la coherencia de las medidas que eventualmente se apliquen por las distintas autoridades nacionales competentes, se establecen dos previsiones de coordinación atribuyendo a las autoridades comunitarias facultades normativas y ejecutivas: Por una parte, la Comisión adoptará mediante actos delegados (srts.56, 57 y 58) medidas en las que se expongan principios destinados a especificar las circunstancias en las que las autoridades competentes aplicarán las medidas de intervención, teniendo en cuenta las distintas estrategias de los FIA, las distintas condiciones de mercado en las que operan los FIA y los posibles efectos procíclicos derivados de la aplicación de dichas disposiciones (art.25.9). Por otra parte, se confieren a la AEVM varias competencias: En general, la AEVM deberá desarrollar una función de facilitación y coordinación (art.25.5). En particular, sobre la base de dicha información recibida de las autoridades competentes del EMO del GFIA y tras tener en cuenta la opinión de la JERS, la AEVM podrá determinar si el apalancamiento utilizado por un GFIA o por un grupo de GFIA plantea un riesgo importante para la estabilidad e integridad del sistema financiero, y podrá emitir una recomendación dirigida a las autoridades competentes especificando las medidas correctoras que se han de adoptar (incluidos los límites al nivel de apalancamiento que puede utilizar el GFIA o el grupo de GFIA). La AEVM informará inmediatamente a las autoridades competentes en cuestión, a la JERS y a la Comisión sobre tal determinación (art.25.7)⁴⁷.

⁴⁶ La adopción de estas medidas de intervención deberá comunicarse a la AEVM, a la JERS y, en su caso, a las autoridades competentes del FIA tanto con carácter previo a su adopción notificándoles –con diez días de antelación– detalles de la medida propuesta, las razones que justifican tal medida y la fecha prevista de su entrada en vigor (art.25.4); como tras aquella adopción, informándoles de las medidas adoptadas al respecto, a través de los procedimientos establecidos para la cooperación en la supervisión (art.25.3).

⁴⁷ En concreto, tras recibir la notificación previa antedicha sobre la inminente adopción de medidas de intervención por las autoridades competentes, la AEVM emitirá una recomendación dirigida a las autoridades competentes del Estado miembro de origen del GFIA en relación con la medida propuesta o adoptada, en la que se podrá analizar si se cumplen las condiciones para tomar medidas, si las medidas son adecuadas y la duración de tales medidas (art.25.6). Como factor común a la adopción de recomendaciones por la AEVM se prevé la forma de solventar las eventuales discrepancias de las autoridades competentes nacionales ya que, si la autoridad competente propone actuar en contra de la recomendación de la AEVM informará de ello a la AEVM exponiendo sus motivos. La AEVM podrá hacer público el hecho de que una autoridad competente no cumple ni tiene intención de cumplir su recomendación. La AEVM podrá también decidir, en cada caso, hacer públicos los motivos alegados por las autoridades competentes para no cumplir la recomendación. Dicha publicación deberá notificarse previamente a las autoridades competentes interesadas (art.25.8).

6. LA INFLUENCIA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS EN LAS SOCIEDADES EN LAS QUE INVIERTEN.

6.1. La posibilidad de que los FIAS adquieran el control de las sociedades en las que invierten y los riesgos específicos que plantea esta posibilidad.

La flexibilidad de la inversión de los FIAS hace que, a diferencia de lo sucede con los OICVM, no estén sometidos a las reglas de diversificación de sus inversiones en destino y, por lo tanto, puedan adquirir el control de las sociedades cuyas acciones adquieren. Así sucede tanto en el Derecho comunitario como en el Derecho español. En efecto:

a) Los OICVM no pueden adquirir el control de un emisor ni tan siquiera una influencia significativa en su gestión. Así sucede en el Derecho comunitario, donde, adicionalmente a los porcentajes de diversificación obligatoria de las inversiones de un OICVM en las acciones con voto, sin voto, obligaciones, participaciones de otro OICVM o instrumentos del mercado monetario de un mismo emisor, se establece un principio general conforme al cual una sociedad de inversión o una sociedad de gestión de fondos no podrán adquirir acciones que den derecho de voto y que permitan ejercer una influencia significativa en la gestión de un emisor (art.56.1 Directiva 2009/65/CE, que establece los porcentajes máximos del 10% de acciones, obligaciones o instrumentos del mercado monetario de un mismo emisor). En parecido sentido, en Derecho español, además de los porcentajes de diversificación de la inversión de las IIC en valores cotizados y no cotizados emitidos por un mismo emisor, se establece que no pueden ejercer el control, directo o indirecto, de la entidad en la que invierten (arts.49, 50 y 51 RIIC).

b) Los FIA pueden adquirir el control de las sociedades cotizadas y no cotizadas en las que invierten. Esta posibilidad plantea el riesgo específico de que el FIA utilice aquel control para liquidar los activos de la sociedad en la que invierte. Y, para prevenir ese riesgo, se establecen obligaciones informativas y limitaciones operativas a los gestores de los FIA que se modulan dependiendo del tipo de sociedad cuyo control adquiera el FIA (Sección 2 del Capítulo V, art.26 y ss. de la Directiva 2011/61/UE).

6.2. La influencia de los FIAS en las sociedades no cotizadas y las formas en las que puede prevenirse que dicha influencia sirva para liquidar sus activos.

El riesgo principal inherente a la adquisición del control de una sociedad no cotizada por un FIA consiste en que dicha adquisición tenga por finalidad la liquidación de los activos de la sociedad en cuestión y, por ello, el GFIA respectivo liquide apresuradamente los activos de la sociedad. Para prevenir este

riesgo, la Directiva 2011/61/UE impone unos deberes de información y unas limitaciones operativas a los GFIA.

El análisis de estos deberes debe venir precedido de la determinación de su ámbito de aplicación tanto en destino (las sociedades no cotizadas) como en origen (los GFIA obligados). Empezando por el ámbito de destino, hay que precisar qué se entiende por control de una sociedad no cotizada y a qué sociedades no cotizadas se refiere. Para las sociedades no cotizadas, «control» significará más del 50 % de los derechos de voto de la sociedad⁴⁸. Se excluyen de la noción de sociedad no cotizada relevante a estos efectos a las PYMES⁴⁹ y a los vehículos de finalidad especial creados para la adquisición, tenencia o administración de bienes inmuebles (art.26.2). Una vez determinado el perímetro de destino, hay que determinar el ámbito de aplicación de origen de aquellos deberes (los GFIA obligados) y así cabe señalar que las obligaciones de información y las limitaciones operativas vincularán tanto a los GFIA que gestionen uno o varios FIA que, ya sea individual o conjuntamente, sobre la base de un acuerdo destinado a adquirir control; como a los GFIA que cooperen con uno o varios otros GFIA sobre la base de un acuerdo en virtud del cual los FIA por ellos gestionados de manera conjunta adquieran el control de una sociedad no cotizada (art.26.1).

En primer lugar y en cuanto se refiere a sus deberes de información, estos GFIA que administren FIA que adquieran el control –o una participación importante- de una sociedad no cotizada han de cumplir los siguientes deberes informativos: a) Notificar la adquisición de participaciones importantes –del 10%, 20%, 30%, 50% y 75%- en el capital con derecho a voto de sociedades no cotizadas a las autoridades competentes del EMO (art.27.1). b) Notificar la adquisición del control de sociedades no cotizadas a las autoridades competentes del EMO, a la sociedad no cotizada y a los socios identificables de la misma. Dicha notificación contendrá información adicional sobre la situación resultante en términos de derecho de voto y la fecha y las restantes condiciones en las que se ha adquirido el control. Asimismo el GFIA deberá poner a disposición de las autoridades competentes del EMO, de la propia sociedad no cotizada y de los socios identificables de la misma información sobre la identidad del propio GFIA, la política de prevención y gestión de los conflictos de intereses entre el GFIA, el FIA y la sociedad y la política de comunicación, externa e interna relativa a la

⁴⁸ El art.26.5 precisa: “Al calcular el porcentaje de los derechos de voto que tenga el FIA de que se trate, se tendrán en cuenta no solo los derechos de voto que tenga directamente el FIA en cuestión, sino también los siguientes derechos de voto, siempre que el control se establezca sobre la base de lo previsto en el párrafo primero: a) toda empresa controlada por el FIA, y b) toda persona física o jurídica que actúe en nombre propio pero por cuenta de un FIA o de cualquier empresa controlada por el FIA. El porcentaje de los derechos de voto se calcularán sobre la base de todas las acciones que lleven aparejados derechos de voto, incluso si se ha suspendido el ejercicio de los mismos”.

⁴⁹ El art.26.2 se remite “al artículo 2, apartado 1, del anexo de la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas y pequeñas y medianas empresas”.

sociedad y, en particular, en lo que respecta a los trabajadores (art.27.2, 3 y 4 y art.28). c) Incluir en el informe anual del FIA que gestionen y hacer todo lo posible para que el consejo de administración de la sociedad no cotizada incluya información adicional con una exposición fiel sobre la evolución de los negocios de la sociedad en la que se refleje la situación al final del período cubierto por el informe anual, incluyendo en aquellos informes los acontecimientos importantes ocurridos después del cierre del ejercicio; la evolución previsible de la sociedad y, la información sobre las adquisiciones de acciones propias⁵⁰ (art.29).

En segundo lugar y cuanto se refiere a las limitaciones operativas, cuando un FIA adquiera, individual o conjuntamente, el control de una sociedad no cotizada; el GFIA que lo gestione estará sometido -durante un plazo de 24 meses tras la adquisición del control de la sociedad por parte del FIA- a una serie de limitaciones operativas que previenen de la liquidación de sus activos, entendiéndose por tal liquidación toda distribución, incluyendo, en particular, el pago de dividendos y de intereses correspondientes a las acciones⁵¹; reducción de capital⁵²; reembolso de acciones; o adquisición de acciones propias por parte de la empresa⁵³. Respecto de estas operaciones, el GFIA no estará autorizado a facilitar, apoyar o instruir a terceros para su realización; en la medida en que el GFIA esté autorizado a votar en nombre del FIA en los órganos de dirección de la empresa, no debe votar a favor de tales operaciones; y, en cualquier caso, debe hacer todo lo posible para evitarlas (art.30).

⁵⁰ El art.29.2 se refiere a “las indicaciones mencionadas en el artículo 22, apartado 2, de la Directiva 77/91/CEE del Consejo”.

⁵¹ El art.30.2 se refiere a “a) toda distribución entre los socios realizada cuando, en la fecha de cierre del último ejercicio, los activos netos resultantes de las cuentas anuales de la sociedad, sean, o pasen a ser como consecuencia de una distribución, inferiores al importe del capital suscrito aumentado con las reservas que la ley o los estatutos no permitan distribuir, entendiéndose que cuando el importe del capital suscrito no llamado no se hubiere contabilizado en los activos del balance, dicho importe será deducido del importe del capital suscrito; y a b) toda distribución entre los socios cuyo importe exceda del importe de los resultados del último ejercicio cerrado, aumentado con los beneficios a cuenta nueva, así como con las deducciones realizadas sobre reservas disponibles a este fin y disminuido por las pérdidas a cuenta nueva, así como las sumas puestas en reserva de conformidad con la ley o los estatutos”.

⁵² El art.30.3.b excluye de esta limitación a “una reducción del capital suscrito que tenga por finalidad compensar las pérdidas sufridas o incorporar sumas en una reserva no distribuible siempre que, tras dicha operación, el importe de dicha reserva no sea superior al 10 % del capital suscrito reducido”.

⁵³ El art.30.2 se refiere “c) en la medida en que las adquisiciones de acciones propias estén autorizadas, las adquisiciones por parte de la sociedad, incluidas las acciones adquiridas con anterioridad por la empresa y en posesión de esta, y las acciones adquiridas por una persona que actúe en nombre propio pero por cuenta de esa sociedad, que tengan el efecto de reducir los activos netos por debajo del importe mencionado en el apartado 1, letra a)”.

6.3. La influencia de los FIAs en las sociedades cotizadas y las formas en las que puede prevenirse que dicha influencia sirva para liquidar sus activos.

La posibilidad de que un FIA adquiriera el control de una sociedad cotizada⁵⁴ lleva a extender a su GFIA algunas de las obligaciones de información y limitaciones operativas que acabamos de mencionar en el apartado precedente para los casos de adquisición del control de sociedades no cotizadas (art.26.4).

También en este caso –al igual que hemos hecho en cuanto a las sociedades no cotizadas- debemos empezar por delimitar el ámbito de aplicación de aquellos deberes y limitaciones tanto en destino (las sociedades cotizadas) como en origen (los GFIA). En primer lugar, en cuanto a la adquisición del control de una sociedad cotizada, la Directiva 2011/61/UE sobre los GFIA se remite –por razones sistemáticas- a la definición de «control» conforme al artículo 5, apartado 3, de la Directiva 2004/25/CE, sobre las OPAs que se remite a las legislaciones de los Estados miembros para establecer el porcentaje relevante para determinar la adquisición del control de una sociedad cotizada (en el caso del Derecho español, el 30% del capital con derecho a voto). También en este caso se excluyen de la noción de sociedad cotizada relevante a estos efectos a las PYMES (lo cual es evidente) y a los vehículos de finalidad especial creados para la adquisición, tenencia o administración de bienes inmuebles. En segundo lugar y en cuanto a la delimitación del ámbito de aplicación en origen, las obligaciones y limitaciones vincularán tanto a los GFIA que gestionen uno o varios FIA que, ya sea individual o conjuntamente, sobre la base de un acuerdo destinado a adquirir control, como a los GFIA que cooperen con uno o varios otros GFIA sobre la base de un acuerdo en virtud del cual los FIA por ellos gestionados de manera conjunta adquieran el control de una sociedad cotizada.

En primer lugar y en cuanto a la transparencia, estos GFIA que administren FIA que adquieran el control de una sociedad cotizada han de cumplir el deber informativo consistente en poner a disposición de las autoridades competentes del EMO, de la sociedad cotizada y de los socios identificables de la misma la información prevista sobre la identidad del propio GFIA, la política de prevención y gestión de los conflictos de intereses entre el GFIA, el FIA y la sociedad y la política de comunicación, externa e interna relativa a la sociedad y, en particular, en lo que respecta a los trabajadores (art.26.4 y art.28.1, 2 y 3).

En segundo término y en cuanto se refiere a las limitaciones operativas, también en estos casos se quiere evitar la liquidación apresurada de activos cuando un FIA adquiriera el control de una sociedad cotizada de tal modo que cuando un FIA adquiriera, individual o conjuntamente, el control de una sociedad cotizada, el

⁵⁴ En art.26 se refiere a la adquisición por un FIA del control de un “emisor”, término que define, en su art.4.1.t) como “*un emisor en el sentido del artículo 2, apartado primero, letra d), de la Directiva 2004/109/CE, cuando tal emisor tenga su domicilio social en la Unión y sus acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado en el sentido del artículo 4, párrafo primero, punto 14), de la Directiva 2004/39/CE*”.

GFIA que lo gestione estará sometido, durante un plazo de 24 meses tras la adquisición del control de la sociedad por parte del FIA, a las mismas limitaciones operativas que vimos en el epígrafe precedente, que pretenden evitar la liquidación de sus activos, entendiéndose por tal liquidación toda distribución, incluyendo, en particular, el pago de dividendos y de intereses correspondientes a las acciones; toda reducción de capital; todo reembolso de acciones; y toda adquisición de acciones propias por parte de la empresa. Así pues, el GFIA no estará autorizado a facilitar, apoyar o instruir a terceros para la realización de aquellas operaciones de liquidación de activos; no debe votar a favor de tales operaciones, en la medida en que el GFIA esté autorizado a votar en nombre del FIA en los órganos de dirección de la empresa; y, en cualquier caso, debe hacer todo lo posible para evitarlas (art.26.4 y art.30).

7. LOS GESTORES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS.

7.1. Los tipos de entidades que pueden actuar como Gestores de los FIA. Gestión interna y externa.

En general, la Directiva 2011/61/UE define al «GFIA» como *“toda persona jurídica cuya actividad habitual consista en gestionar uno o varios FIA”* (art.4.1.b). En particular, todo FIA tendrá un solo GFIA, que será el responsable de garantizar el cumplimiento de la Directiva (art.5.1). A su vez, el GFIA podrá ser:

a) Un gestor externo, concretamente, la persona jurídica designada por el FIA o en nombre de este, a quien competirá, en virtud de esta designación, la gestión del FIA (gestor externo)⁵⁵. Se establecen una serie de previsiones para los casos en los que el gestor externo no pueda garantizar el cumplimiento de los requisitos de la Directiva de los que sea responsable el FIA u otra entidad en su nombre⁵⁶.

⁵⁵ El Cdo (20) explica que *“se ha de considerar que un FIA está gestionado externamente cuando una persona jurídica exterior haya sido nombrada gestor, por el FIA o por cuenta del FIA, asumiendo tras tal nombramiento la responsabilidad de la gestión del FIA. En caso de que un GFIA externo haya sido nombrado para gestionar un determinado FIA, no se debe considerar que presta el servicio de inversión de carteras tal como establece el artículo 4, apartado 1, punto 9, de la Directiva 2004/39/CE, sino la gestión de cartera colectiva de conformidad con la presente Directiva”*.

⁵⁶ En una primera instancia, el GFIA externo informará de inmediato a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen y, en la medida en que proceda, a las autoridades competentes del FIA de la UE de que se trate. Estas autoridades competentes del Estado miembro de origen del GFIA exigirán a este que adopte las medidas necesarias para resolver la situación. En una segunda fase, si, a pesar de haberse adoptado las medidas mencionadas, se mantiene la situación de incumplimiento, y en la medida en que afecte a un GFIA de la UE o a un FIA de la UE, las autoridades competentes del Estado miembro de origen del GFIA exigirán a este que dimita como gestor del FIA de que se trate. En tal caso, el FIA no podrá seguir comercializándose en la Unión. Si se trata de un GFIA de fuera de la UE que gestione un FIA de fuera de la UE, el FIA no podrá seguir comercializándose en la Unión. Las autoridades competentes del Estado

b) Un gestor interno, que será el propio FIA si la forma jurídica en que está constituido permite una gestión interna y el órgano de gobierno del FIA decide no designar a un GFIA externo (art.5.1)⁵⁷.

Para que un GFIA pueda gestionar uno o varios FIA, deberá cumplir las condiciones de acceso y de ejercicio de la actividad que establecen los capítulos II y III, respectivamente, de la Directiva y que comienzan por su autorización por el EMO.

7.2. Las condiciones de acceso a la actividad que deben cumplir los GFIA.

La Directiva sigue la técnica habitual en todos los intermediarios financieros de tipificar la actividad característica de gestión de los FIA (art. 5 por remisión al Anexo I) y reservar su desarrollo a las entidades que obtengan la pertinente autorización por los respectivos EMOS⁵⁸. Ello obliga a plantearse las siguientes preguntas:

7.2.1. Las condiciones que deben reunir los GFIA para ser autorizados.

Estas condiciones se refieren a dos tipos de estructuras⁵⁹:

a) Por un lado, requisitos personales que afectan a los siguientes sujetos: Primero, a los administradores y directivos, porque las personas que dirijan efectivamente la actividad del GFIA deberán tener la honorabilidad y la experiencia suficientes en relación con las estrategias de inversión aplicadas por el FIA gestionado⁶⁰. En todo caso, la orientación de la actividad del GFIA deberá ser determinada por un mínimo de dos personas que cumplan estas condiciones (art. 8.1.c). Segundo, a los socios significativos, porque los socios o miembros del GFIA que posean

miembro de origen del GFIA informarán de inmediato a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida del GFIA (art.5.2 y 3).

⁵⁷ El Cdo (20) explica que “*Se ha de considerar que un FIA está gestionado internamente cuando un consejo de administración u otra instancia interna del FIA lleve a cabo las funciones de gestión. Si la forma jurídica en que está constituido el FIA permite una gestión interna y el órgano de gobierno del FIA decide no designar a un GFIA externo, el FIA se ha de considerar asimismo GFIA y debe por tanto cumplir todos los requisitos establecidos para los GFIA en virtud de la presente Directiva y quedar entonces autorizado como GFIA. No obstante, un GFIA que consista en un FIA gestionado internamente no debe estar autorizado a desempeñar funciones de gestor externo de ningún otro FIA*”.

⁵⁸ El Informe Final de OICV/IOSCO de junio de 2009, en su p.9, menciona como primer principio de regulación de los hedge funds el siguiente: “*Los hedge funds y/o sus administradores/asesores deben estar sujetos a un registro obligatorio*”.

⁵⁹ El Informe Final de OICV/IOSCO de junio de 2009, en su p.10 y ss., menciona como segundo principio de regulación de los «hedge funds» el siguiente: “*(ii) Los gestores/asesores de «hedge funds» que deben registrarse, deben también estar sujetos a requisitos regulatorios apropiados relativos a: a) exigencias operativas y organizativas (...); b) conflictos de interés y otras normas de conducta (...); c) transparencia ante los inversores; d) regulación prudencial*”.

⁶⁰ El art.8.1.c) añade que los nombres de dichas personas y de cualquier persona que les suceda en sus funciones deberán comunicarse inmediatamente a las autoridades competentes del EMO.

participaciones cualificadas deberán ser idóneos, teniendo en cuenta, por una parte, la necesidad de garantizar una gestión saneada y prudente del GFIA (art.8.1.d); y, por otra, que la existencia de vínculos estrechos no impida a las autoridades competentes del EMO ejercer efectivamente sus funciones de supervisión (art.8.3.a).

b) Por otra parte, requisitos materiales que afectan a los siguientes aspectos: Primero, a la ubicación del GFIA porque su administración central y su domicilio social deberán estar situados en el mismo EMO (art.8.1.e). Segundo, a su solvencia (artículo 8.1.b) que, a su vez, tiene tres manifestaciones: En primer lugar, la exigencia de un capital inicial mínimo que varía en función de si se trata de un GFIA que sea FIA con gestión interna (300.000 euros, art.9.1) o si se trata de un GFIA externo que administra uno o varios FIA (125.000 euros, art.9.2). En segundo lugar la exigencia de unos fondos propios adicionales que se cuantifican en un 0,02% del volumen de las carteras de los FIA gestionados que excedan de los 250 millones de euros, fondos adicionales que no deberán sobrepasar en ningún caso los 10 millones de euros (art. 9.3 y 4)⁶¹. Los Estados miembros podrán autorizar a los GFIA a no aportar hasta un 50 % de la esta cuantía adicional de fondos propios cuando gocen de una garantía de una entidad de crédito o una empresa de seguros, domiciliadas en un Estado comunitario o en un tercer país con garantías prudenciales equivalentes (art.9.6). La tercera manifestación de la solvencia del GFIA afecta a la exigencia de garantías frente a los riesgos de responsabilidad civil profesional, que se pueden prestar de dos maneras: Bien, disponiendo de fondos propios adicionales adecuados a aquellos riesgos o bien suscribiendo un seguro de responsabilidad civil profesional adecuado a la cobertura de aquellos riesgos⁶². Deberá figurar como asegurado el GFIA correspondiente, como asegurador una empresa de seguros autorizada para operar en el ramo de responsabilidad civil y como terceros potencialmente perjudicados tanto los propios FIA administrados, como sus inversores (artículo 9.7 y 8). Se excluyen de estas últimas garantías frente a los riesgos de responsabilidad profesional, a los GFIA que también estén autorizados a administrar OICVM (artículo 9.10). Por último, los GFIA deben presentar una serie de condiciones operativas en cuanto a la gestión del riesgo, de la liquidez, de la inversión instrumentos de la titulización, etc. (arts. 15 y ss.)⁶³.

⁶¹ Los arts.2 a 5 de la Propuesta de Reglamento Delegado de la Comisión nº. .../., de 19.12.2012 por el que se completa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo desarrollan las previsiones del art.3 de la Directiva sobre el cálculo de los activos en gestión (ver el apartado 3.2.1 de la memoria Explicativa, pág.5).

⁶² Los arts.12 a 15 de la Propuesta de Reglamento Delegado de la Comisión nº. .../., de 19.12.2012 por el que se completa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo desarrollan las previsiones del art.9 de la Directiva sobre el cálculo de los fondos propios adicionales y el seguro de responsabilidad civil (ver el apartado 3.2.3 de la memoria Explicativa, pág.6)

⁶³ Los arts.38 y ss. de la Propuesta de Reglamento Delegado de la Comisión nº. .../., de 19.12.2012 por el que se completa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo desarrollan las previsiones de los arts.15 y ss. de la Directiva sobre el cálculo de los activos en gestión (ver los apartado 3.2.5 y ss. de la Memoria Explicativa, pág.7 y ss.)

7.2.2. El procedimiento de autorización de los GFIA.

A estos efectos hay que distinguir dos hipótesis:

a) La primera es cuando la entidad solicitante sea una sociedad de gestión autorizada para administrar OICVM con arreglo a la Directiva 2009/65/CE. En estos casos, las autoridades competentes no exigirán a dicha sociedad de gestión de un OICVM que facilite información o documentos que ya proporcionó al solicitar la autorización de conformidad con la Directiva 2009/65/CE, siempre que dicha información o dichos documentos sigan estando actualizados.

b) La segunda hipótesis se produce cuando quien solicite autorización como GFIA sea una persona jurídica que no esté autorizada para administrar OICVM. En este caso, la solicitud de autorización ante el EMO deberá acompañarse de dos tipos de informaciones: Informaciones sobre la persona jurídica que pretenda actuar como GFIA⁶⁴ e informaciones sobre los FIA que tiene previsto gestionar⁶⁵.

Una vez autorizado el GFIA, el alcance de dicha autorización es, en principio, ilimitado en el sentido de que *“la autorización será válida en todos los Estados miembros”* (art. 8.1 último inciso) y de que alcanzará a todas las actividades típicas de gestión de la inversiones de los FIA previstas en el anexo I, sin perjuicio de que las autoridades competentes del EMO podrán restringir el ámbito de la autorización, en particular en lo que respecta a las estrategias de inversión del FIA que el GFIA estará autorizado a gestionar (art. 8.4).

Siguiendo la pauta habitual de autorización de los intermediarios financieros, se prevé la necesaria notificación por el GFIA a las autoridades competentes del EMO de las modificaciones materiales de las condiciones de concesión de la

⁶⁴ En concreto, el art. 7.2 se refiere a la información sobre las personas que realmente dirigen las actividades del GFIA; sobre la identidad de los socios o miembros del GFIA, ya sean directos o indirectos, personas físicas o jurídicas, que posean participaciones cualificadas y sobre la cuantía de dichas participaciones; sobre un programa de actividad en el que se exponga la estructura organizativa del GFIA, con información sobre la forma en que el GFIA tiene previsto cumplir con las obligaciones que le imponen los capítulos correspondientes de la Directiva; sobre las políticas y prácticas remunerativas; y sobre las disposiciones adoptadas para la delegación y subdelegación de funciones en terceros.

⁶⁵ En concreto, el art.7.3 se refiere a la información sobre las estrategias de inversión, incluidos los tipos de fondos subyacentes, si el FIA es un fondo de fondos, y la política del GFIA en relación con el uso de apalancamiento, así como los perfiles de riesgo y otras características de los FIA que gestione o tenga previsto gestionar, con información sobre los Estados miembros o terceros países en cuyo territorio estén establecidos o esté previsto que se establezcan; sobre el lugar en que se encuentra establecido el FIA principal si el FIA es un FIA subordinado; sobre el reglamento o los documentos constitutivos de cada uno de los FIA que tenga previsto gestionar el GFIA; sobre las disposiciones adoptadas para el nombramiento del depositario para cada uno de los FIA que tenga previsto gestionar el GFIA; y toda información adicional contemplada en el artículo 23.1, en relación con cada uno de los FIA que gestione o tenga previsto gestionar el GFIA.

autorización inicial para que éstas puedan, en su caso, imponer restricciones o rechazar aquellas modificaciones (art. 10).

Por último, se aplican a los GFIA las causas habituales de revocación de su autorización para los casos en que el GFIA, una vez autorizado, no haga uso de la autorización en un plazo de 12 meses, renuncie a ella expresamente o haya dejado de ejercer la actividad regulada durante los 6 meses anteriores, a menos que en el correspondiente Estado miembro existan disposiciones que establezcan la caducidad de la autorización en estos supuestos; haya obtenido la autorización valiéndose de declaraciones falsas o de cualquier otro medio irregular; deje de reunir las condiciones a las que la autorización esté vinculada; deje de cumplir las disposiciones de la Directiva 2006/49/CE, en el supuesto de que la autorización se refiera también al servicio de gestión discrecional de carteras; haya infringido de manera grave o sistemática las disposiciones adoptadas en cumplimiento de la Directiva; o se encuentre en alguno de los supuestos en los que el Derecho nacional prevé la retirada de la autorización por aspectos no incluidos en el ámbito de aplicación de la Directiva (art. 11).

Por último, adviértase que las autoridades competentes deberán motivar por escrito cualquier decisión de denegación o retirada de autorización un GFIA para gestionar o comercializar FIA y que, en general, los Estados miembros velarán por que toda decisión adoptada en virtud de las disposiciones legales, reglamentarias o administrativas adoptadas de conformidad con la Directiva esté debidamente motivada y pueda ser objeto de recurso judicial (art.49).

7.3. Los deberes de los Gestores de los FIA.

7.3.1. Las actividades que deben o pueden realizar los GFIA.

Los FIA que se gestionen internamente deberán limitar su actividad a las actividades típicas de gestión de un FIA que pueden ser de dos tipos (art.6.3): a) Actividades mínimas o imprescindibles que son las funciones de gestión de inversiones consistentes en la gestión de cartera y la gestión de riesgos (Anexo I.1)⁶⁶. b) Actividades adicionales que también se pueden desarrollar en el curso de la gestión colectiva de un FIA y que consisten en la administración⁶⁷; la mercadotecnia; y otras actividades relacionadas con los activos del FIA, en particular los servicios necesarios para cumplir con las obligaciones fiduciarias de

⁶⁶ El Cdo (21) explica: “*Por gestión de un fondo de inversión alternativo debe entenderse, como mínimo, la prestación de servicios de gestión de inversiones. El GFIA único que ha de nombrarse en virtud de la presente Directiva no debe poder en ningún caso estar autorizado a prestar los servicios de gestión de cartera sin prestar al mismo tiempo los servicios de gestión de riesgo, o viceversa*”.

⁶⁷ Concepto en el que se incluyen los servicios jurídicos y contabilidad de gestión de fondos, las consultas de clientes, la valoración y determinación de precios, incluidas declaraciones fiscales, el control de la observancia de la normativa, la teneduría del registro de partícipes, la distribución de rendimientos, la emisión y reembolso de participaciones, la liquidación de contratos, incluida la expedición de certificados, la teneduría de registros.

los GFIA, gestión de activos, actividades de administración de bienes inmuebles, consejo a empresas con respecto a estructuras de capital, estrategia industrial y materias relacionadas, consejo y servicios relacionados con fusiones y la adquisición de empresas y otros servicios conexos con la gestión del FIA y de las compañías y otros activos en los que ha invertido (Anexo I.2).

Los GFIA externos, además de las actividades –mínimas o adicionales- propias de la gestión de un FIA antes mencionadas (art.6.3), pueden desarrollar las actividades accesorias siguientes: a) La gestión adicional de OICVM, previa autorización de conformidad con la Directiva 2009/65/CE (art.6.2). Se trata de una previsión de importancia esencial al permitir que los gestores puedan administrar tanto OICVM como FIA⁶⁸. b) La gestión de carteras de inversión, incluidas las que son propiedad de fondos de pensión y de fondos de pensiones de empleo en virtud del artículo 19, apartado 1, de la Directiva 2003/41/CE, de conformidad con los mandatos otorgados de manera discrecional e individualizada por los inversores (art.6.4.a). c) otros servicios accesorios que incluyan el asesoramiento en materia de inversión, la custodia y administración de participaciones de OICVM y la recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o varios instrumentos financieros (art.6.4.b)⁶⁹.

7.3.2. La forma en que los GFIA deben desarrollar sus actividades.

Los GFIA deben desarrollar sus actividades en relación con los FIA de acuerdo con los principios operativos generales siguientes (art.12.1)⁷⁰: a) Diligencia y lealtad porque, en el ejercicio de su actividad, deben operar honestamente, con la competencia, el esmero y la diligencia debidos, y con lealtad; y actuar en el mejor interés de los FIA que gestionen o de los inversores de dichos FIA y de la integridad del mercado. b) Organización adecuada porque deben poseer y utilizar con eficacia los recursos y procedimientos necesarios para llevar a buen término su actividad empresarial⁷¹. c) Prevención y gestión adecuada de los conflictos de

⁶⁸ El Cdo (21) explica: “*Procede permitir que los gestores externos de FIA que hayan obtenido una autorización con arreglo a la Directiva 2009/65/CE puedan gestionar organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)*”.

⁶⁹ El Cdo (21) explica: “*No debe impedirse a los gestores externos de FIA que presten también servicios de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores, incluidas las carteras pertenecientes a fondos de pensiones o a fondos de pensiones de empleo sujetas a lo dispuesto en la Directiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de junio de 2003, relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo, o servicios no esenciales de asesoramiento en materia de inversión; servicios de custodia y administración de participaciones de organismos de inversión colectiva y de recepción y transmisión de órdenes*”.

⁷⁰ El Informe Final de OICV/IOSCO de junio de 2009, en su p.14, menciona como quinto principio de regulación de los «hedge funds» el siguiente: “*(v) Los reguladores deben fomentar y tomar en consideración el desarrollo, implementación y convergencia de buenas prácticas de la industria (de los «hedge funds») cuando sea oportuno*”.

⁷¹ Ver MORA, M., “Riesgo operacional” y LAMOTHE FERNANDEZ, P., “Los riesgos y los hedge funds. Riesgo de mercado: medición y gestión”, ambos en RICO ARÉVALO, B. (Dir.)

intereses porque han de tomar todas las medidas que razonablemente quepa esperar para evitar tales conflictos y, cuando no puedan ser evitados, deben tomar medidas para detectar, gestionar y controlar y, si procede, revelar, dichos conflictos de intereses con el fin de evitar que perjudiquen los intereses de los FIA y de sus inversores y asegurar que los FIA que gestionen reciban un trato equitativo. d) Trato equitativo a todos los inversores de los FIA, ya que ningún inversor en un FIA podrá recibir un trato preferente, salvo que se indique en los reglamentos o los documentos constitutivos del FIA de que se trate. En particular, si la autorización del GFIA abarca también el servicio de gestión discrecional de carteras, no podrá invertir ni la totalidad ni parte de la cartera de un cliente en participaciones de los FIA que gestione, salvo con el consentimiento general previo del cliente y quedará sujeto, por lo que respecta a los servicios mencionados en el artículo 6.4 de esta Directiva sobre los GFIA, a la Directiva 97/9/CE sobre los sistemas de indemnización de los inversores.

Los GFIA deberán cumplir, para cada uno de los FIA de la UE o de los FIA que comercializa en la UE, los requisitos de transparencia consistentes en elaborar un informe anual e informar tanto a los inversores como a las autoridades competentes⁷².

7.4. Las responsabilidades de los GFIA.

Los GFIA pueden incurrir en tres tipos de responsabilidades: a) Responsabilidades civiles profesionales nacidas de negligencias en el desarrollo de sus actividades típicas que hayan causado un daño emergente o un lucro cesante a los FIA y a sus inversores. Como antes vimos, estas responsabilidades deberán estar preventivamente cubiertas bien por una dotación de fondos propios adicionales o bien por un seguro de responsabilidad civil profesional (art.9.7). b) Responsabilidades administrativas, porque los Estados miembros determinarán el régimen de medidas y sanciones aplicables a las infracciones de las disposiciones nacionales adoptadas en aplicación de la Directiva y adoptarán todas las medidas necesarias para garantizar su cumplimiento y se asegurarán, de conformidad con su Derecho nacional respectivo, de que es posible adoptar las medidas administrativas apropiadas o imponer sanciones administrativas –que sean efectivas, proporcionadas y disuasorias- a los responsables en caso de incumplimiento de las disposiciones adoptadas en aplicación de la Directiva; autorizando a las autoridades competentes a hacer pública cualquier medida o sanción que vaya a imponerse por incumplimiento de las disposiciones adoptadas

“Régimen Jurídico y Económico de los «Hedge Funds»”, Ed. Thomson Aranzadi, 2008, págs.417 y ss. y 449 y ss., respectivamente.

⁷² Arts. 22 a 24, ver los Anexos III y IV sobre la “documentación e información que se ha de facilitar en caso de comercialización prevista en el Estado miembro de origen del GFIA” y en “Estados miembros distintos del Estado miembro de origen del GFIA”. Por su parte, los arts.103 a 112 de la Propuesta de Reglamento Delegado de la Comisión nº. .../., de 19.12.2012 por el que se completa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo desarrolla las previsiones de los arts.22, 23 y 24 de la Directiva en cuanto a los requisitos de transparencia y el intercambio de información (ver el apartado 3.2.12 de la Memoria Explicativa, pág.9).

en ejecución de la Directiva, a menos que dicha divulgación pueda poner en grave riesgo los mercados financieros, perjudicar los intereses de los inversores o causar un perjuicio desproporcionado a las partes implicadas (art.48). c) Responsabilidades penales, puesto que la Directiva hace expresa salvedad del derecho de los Estados miembros a imponer sanciones penales (art.48.1).

7.5. Los conflictos de interés que deben prevenir y gestionar los GFIA.

En primer lugar, hay que identificar los tipos de conflictos de intereses relevantes en este ámbito. Así, los GFIA deberán tomar todas las medidas razonables para detectar los conflictos de intereses que pudieran surgir, durante la gestión de uno o varios FIA: entre los propios GFIA, incluidos sus directivos, empleados o cualquier persona vinculada directa o indirectamente a los GFIA por una relación de control, y los FIA por ellos gestionados, o los inversores de dichos FIA; entre un FIA o los inversores de dicho FIA y otro FIA o los inversores de ese otro FIA; entre los FIA o los inversores de los FIA y otros clientes del GFIA; entre los FIA o los inversores de los FIA y un OICVM gestionado por el GFIA o los inversores de dicho OICVM; o entre dos clientes del GFIA (art.14.1).

En segundo lugar, hay que identificar las medidas que deben adoptar los GFIA respecto de dichos conflictos de intereses. En este sentido, los GFIA mantendrán y aplicarán, en general, dispositivos administrativos y de organización eficaces con vistas a adoptar todas las medidas razonables destinadas a detectar, impedir, gestionar y controlar los conflictos de intereses con el fin de evitar que perjudiquen a los intereses de los FIA y sus inversores. En particular, los GFIA separarán, en su propio ámbito operativo, las tareas y responsabilidades que puedan considerarse incompatibles entre sí o que sean susceptibles de generar conflictos de intereses sistemáticos; y evaluarán si las condiciones en que ejercen su actividad pueden suponer cualesquiera otros conflictos significativos de intereses y los comunicarán a los inversores de los FIA (art.14.1).

En tercer y último lugar, habrá que prever qué debe hacer un GFIA si las medidas preventivas de los conflictos de intereses se muestran insuficientes. Así, en caso de que las medidas organizativas adoptadas por el GFIA para detectar, impedir, gestionar y controlar los conflictos de intereses no sean suficientes para garantizar, con razonable certeza, que se prevengan los riesgos de perjuicio para los intereses de los inversores, el GFIA deberá revelar claramente la naturaleza general o el origen de los conflictos de intereses a los inversores, antes de actuar por cuenta de los mismos, y desarrollar políticas y procedimientos adecuados (art.14.2)⁷³.

⁷³ Los arts.16 a 37 de la Propuesta de Reglamento Delegado de la Comisión nº. .../., de 19.12.2012 por el que se completa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo desarrolla las previsiones de los arts.12, a 14 de la Directiva en cuanto a las condiciones operativas y, en particular, los conflictos de interés (ver el apartado 3.2.4 de la Memoria Explicativa, pág.6).

7.6. La remuneración de los GFIA y de sus administradores, directivos y empleados.

Uno de los rasgos típicos de los “hedge funds” consiste en la alineación de intereses entre el fondo y su gestor. Esta alineación de intereses se alcanza de dos maneras: invirtiendo los propios gestores en el fondo y estableciendo sus comisiones en función de las plusvalías que obtenga el fondo con su gestión⁷⁴.

A su vez, los principios sobre las políticas de remuneración de los gestores de los FIA deben establecerse en dos niveles: El de las entidades (los GFIA) y el de sus administradores, directivos y empleados porque la práctica enseña que la asunción de riesgos excesivos por parte del FIA –con sus consiguientes repercusiones en el riesgo sistémico- viene determinada, con frecuencia, por los incentivos perversos que tienen los empleados del GFIA para aplicar una gestión arriesgada en función de sus políticas de remuneración, a menudo cortoplacistas. Por ello, los GFIA deben establecer unas políticas y prácticas remunerativas que sean acordes con una gestión racional y eficaz del riesgo y propicien semejante gestión y que no induzcan a asumir riesgos incompatibles con los perfiles de riesgo, el reglamento o los documentos constitutivos de los FIA que gestionan. Estas políticas afectarán al propio GFIA y a sus altos directivos, responsables de asumir riesgos y los que ejercen funciones de control y, en general, a cualquier empleado que perciba una remuneración total que lo incluya en el mismo grupo de remuneración que los altos directivos y los responsables de asumir riesgos, cuyas actividades profesionales tengan una incidencia significativa en el perfil de riesgo de los FIA que gestionan.

En general, las políticas de remuneración de los GFIA deberán ser acordes con los principios que establece el anexo II de la Directiva y tener en cuenta los principios en materia de solidez de las políticas de remuneración establecidos en la Recomendación 2009/384/CE sobre las políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros, así como con el tamaño de los GFIA y de los FIA que gestionan, su organización interna y la naturaleza, el alcance y la complejidad de sus actividades (art.13).

En particular, la política remunerativa de los administradores y directivos de los GFIA –que fija el Anexo II de la Directiva 2011/761/UE- son los de totalidad y sostenibilidad: a) Totalidad, tanto en sentido subjetivo, porque debe abarcar las remuneraciones de todas aquellas personas que influyan en las decisiones de asumir riesgos por el FIA; como en sentido objetivo, porque deben aplicarse tanto a las remuneraciones fijas como a las variables y tanto a las percibidas durante el periodo en el que aquellas personas presten sus servicios al FIA como a las previstas para los casos de rescisión de sus contratos y, muy en particular, las que graven para el futuro en forma de pensiones el patrimonio del FIA. Este primer

⁷⁴ Ver BARTOLOMÉ VELILLA, L./ ALMENDRES CORTAZAR, S., “Sistemas de retribución económica del gestor”, en RICO ARÉVALO, B. (Dir.) “Régimen Jurídico y Económico de los «Hedge Funds»”, Ed. Thomson Aranzadi, 2008, págs.397 y ss.

principio de totalidad busca un efecto colateral que es el de impedir la elusión de la aplicación de los criterios que deben regir la política remunerativa. b) Sostenibilidad, porque la alineación de los intereses del FIA para obtener los mejores resultados posibles de sus inversiones y los de sus gestores por conseguir la máxima remuneración de sus servicios, que se proyecta esencialmente en las remuneraciones variables de estos últimos; debe mantenerse tanto con referencia a los resultados obtenidos por la persona en cuestión y la unidad de negocio en la que esta integrada en relación con los que obtenga el FIA gestionado por el GFIA como con referencia a los riesgos en los que incurra este último y cuya asunción por el FIA deciden los administradores y directivos remunerados. De tal modo que la política remunerativa de aquellos será sostenible en el tiempo si es coherente con la gestión del FIA tanto en resultados efectivos como en riesgos potenciales y tanto en las remuneraciones coetáneas con sus servicios de gestión como en las que se prevén cuando se rescindan aquellos servicios y aquellos sujetos gocen de unas -¿merecidas?- pensiones.

7.7. La delegación por los GFIA de sus funciones en terceros.

Cuando los GFIA se propongan delegar en terceros el ejercicio en su nombre de una o varias de sus funciones de administración de uno o varios FIA, deberán informar a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen y cumplir las condiciones de justificación, idoneidad del delegado, conservación de la supervisión por el GFIA que delega, etc. (art. 20).

Así, el principio general en estos casos consiste en la obligación de los GFIA de informar a las autoridades competentes de su EMO de su propósito de delegar en terceros el ejercicio en su nombre de una o varias de sus funciones antes de que surtan efecto los acuerdos de delegación. Estos acuerdos de delegación deberán cumplir una serie de condiciones que se refieren tanto a la propia estructura de delegación⁷⁵, como al mantenimiento por el GFIA de su facultad de supervisión efectiva del tercero delegado⁷⁶, así como a las propias condiciones que debe cumplir dicho tercero⁷⁷. En particular, la capacidad de delegación por el GFIA de la gestión de las carteras y de los riesgos de los FIAS administrados, se limita

⁷⁵ El art.20.1.a) establece que “*el GFIA habrá de poder justificar toda la estructura de delegación con razones objetivas*”.

⁷⁶ El art.20.1 dispone: “*e) la delegación no impedirá llevar a cabo una supervisión efectiva del GFIA, ni deberá impedir que el GFIA actúe, o que los FIA sean gestionados, en interés de sus inversores; f) el GFIA deberá poder demostrar que el delegado está cualificado y capacitado para llevar a cabo las funciones de que se trate, que ha sido seleccionado con todo el debido esmero y que el propio GFIA está en condiciones de controlar de forma efectiva en todo momento la actividad delegada, de dar en todo momento nuevas instrucciones al delegado y de revocar la delegación con efecto inmediato cuando ello redunde en interés de los inversores. El GFIA someterá los servicios prestados por cada uno de los delegados a una evaluación permanente*”.

⁷⁷ El art.20.1 establece, en general, que “*b) el delegado habrá de disponer de recursos suficientes para desempeñar las funciones respectivas y las personas que lleven realmente a cabo la actividad deberán gozar de la honorabilidad y la experiencia suficientes*” y añade condiciones adicionales para los casos en que la delegación se refiere a la gestión de carteras o la gestión del riesgo (letra c) y, además, se otorgue a una empresa de un tercer país (letra d).

subjetivamente porque no podrá delegarse la gestión de carteras ni la gestión del riesgo en el depositario ni en un delegado de este, o en ninguna otra entidad cuyos intereses puedan entrar en conflicto con los del GFIA o los de los inversores del FIA⁷⁸. En todo caso, la delegación de funciones por el GFIA en terceros no puede vaciar sus funciones efectivas como GFIA hasta constituirse en una entidad ficticia ni afecta a su responsabilidad ante el FIA y sus inversores (art. 20.3).

Por último, el tercero en el que el GFIA ha delegado parte de sus funciones podrá subdelegar cualquiera de aquellas en otra entidad cuando, además de cumplirse las condiciones exigidas para la delegación inicial, el GFIA haya dado su consentimiento antes de proceder a la subdelegación y haya informado a las autoridades competentes de su EMO antes de que surtan efecto los acuerdos de subdelegación (art. 20.4). También, esta facultad de subdelegación está sometida a límites subjetivos análogos a los de la delegación (art. 20.5)⁷⁹.

8. LOS DEPOSITARIOS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS.

8.1. Los tipos de entidades que pueden ser depositarios de los FIA.

Como ya dijimos en su momento, aun cuando la Directiva 2011/61/UE no pretende armonizar directamente el régimen de los FIA, sino el de sus GFIA; de su contenido puede inferirse que los FIA descansarán –por regla general- sobre la estructura triangular común a todo tipo de fondo de inversión que responde a su naturaleza de patrimonios sin personalidad jurídica pertenecientes a una pluralidad de inversores copropietarios que, por ello, deben ser administrados por un GFIA y custodiados por un depositario. Las excepciones a esta regla de separación formal de dos entidades auxiliares dotadas de personalidad jurídica se darán cuando los FIA, a pesar de su denominación, adopten la forma societaria y la administración la desarrolle el propio FIA (hablándose entonces, con expresión equívoca, de GFIA interno).

Pero, en todo caso, esto es, tanto si el FIA es una sociedad con personalidad jurídica y gestión interna, como si el FIA es un fondo sin personalidad administrado por un GFIA externo; la Directiva prevé la existencia de un depositario que, según veremos, tendrá atribuidas no sólo las funciones específicas de custodia de sus activos financieros, sino la muy importante y común a todos los depositarios de fondos de inversión de controlar la gestión que

⁷⁸ Con la salvedad, en este último caso, de que “*dicha entidad haya separado funcional y jerárquicamente el desempeño de sus funciones de gestión de cartera o de gestión de riesgos de otras funciones potencialmente conflictivas, y que los posibles conflictos de interés estén debidamente identificados, gestionados, controlados y comunicados a los inversores del FIA*”.

⁷⁹ Los arts.75 a 82 de la Propuesta de Reglamento Delegado de la Comisión nº. .../..., de 19.12.2012 por el que se completa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo desarrolla las previsiones del art.20 de la Directiva en cuanto a la delegación de funciones por los GFIA (ver el apartado 3.2.10 de la Memoria Explicativa, pág.8).

desarrolla el GFIA. En consecuencia, cada FIA deberá tener un único depositario (art.21.1).

En general, podrán actuar como depositario de un FIA tres tipos de entidades: Primero, las entidades de crédito cuyo domicilio social se sitúe en la UE y esté autorizada de conformidad con la Directiva 2006/48/CE. Segundo, las empresas de inversión cuyo domicilio social se sitúe en la UE; estén sujetas a los requisitos de adecuación de capital de la Directiva 2006/49/CE, incluidos los requisitos de capital asociados a la cobertura de los riesgos operativos; estén autorizadas de conformidad con la Directiva 2004/39/CE y presten también el servicio auxiliar de administración y custodia de instrumentos financieros por cuenta de clientes que se contempla en el anexo I, sección B.1), de la Directiva 2004/39/CE⁸⁰. Tercero, otras categorías de instituciones que estén sujetas a regulación prudencial y a supervisión permanente y que, el 21 de julio de 2011, pertenecieran a las categorías de de instituciones que pueden ser depositarios de los OICVM⁸¹.

En particular, existen situaciones especiales de los FIA que permiten que actúen como depositarios otro tipo de entidades: Primero, en el caso de los FIA de fuera de la UE, el depositario podrá ser también una entidad de crédito o una empresa de inversión, siempre que se cumplan las condiciones de regulación y supervisión prudencial efectivas equivalentes a las comunitarias. Segundo, en el caso los FIA semiabiertos⁸², los Estados miembros podrán autorizar que el depositario sea una entidad que ejerza funciones de depositario en el marco de sus actividades profesionales o empresariales⁸³.

El nombramiento del depositario se materializará mediante un contrato escrito, que regulará, entre otras cosas, el flujo de información que se considere necesaria para permitir al depositario desempeñar las funciones que le son propias (art.21.2).

⁸⁰ En todo caso, estas empresas de inversión deberán tener fondos propios equivalentes, como mínimo, al importe del capital inicial estipulado en el artículo 9 de la Directiva 2006/49/CE.

⁸¹ En concreto, el art.21.3 de la Directiva 2011/61/UE se refiere a las instituciones entre las cuales los Estados miembros hayan establecido que pueden escogerse los depositarios con arreglo al artículo 23, apartado 3, de la Directiva 2009/65/CE.

⁸² En particular, el art.21.3 de la Directiva 2011/61/UE se refiere a los FIA que no ofrezcan la posibilidad de ejercer derechos de reembolso durante los cinco años siguientes a la fecha de las primeras inversiones en el fondo y que, de acuerdo con su política de inversiones clave, por lo general no invierten en activos que se deben tener en custodia, o invierten generalmente en emisores o sociedades no cotizadas, con el fin de adquirir potencialmente control sobre tales sociedades.

⁸³ En concreto, el art.21.3 de la Directiva 2011/61/UE añade que estas entidades, respecto de dichas funciones, estén sujetas a la obligación de inscribirse en un registro profesional reconocido por ley o a normas o disposiciones legales o reglamentarias en materia de conducta profesional y que esté en condiciones de aportar garantías financieras y profesionales suficientes que le habiliten para ejercer eficazmente las funciones de depositario pertinentes y de respetar los compromisos inherentes a dichas funciones.

8.2. El establecimiento del depositario de un FIA. En particular, el establecimiento en un Estado extracomunitario.

Es esta una cuestión de la máxima importancia práctica por tres tipos de razones: primero, por el propio carácter global de los FIA y la misma aspiración de la Directiva 2011/61/UE de regular los FIA comunitarios y extracomunitarios que tengan algún punto de conexión relevante con la UE; segundo, porque el adecuado desarrollo de las funciones que les son atribuidas exigirá con frecuencia una implantación transnacional que exceda el ámbito comunitario; y, tercero, porque, cuando aquellas funciones no se ejerzan de forma adecuada y los inversores, el FIA o el GFIA les exijan responsabilidades, aquella ubicación será decisiva para que dicha exigencia se pueda ver coronada por el éxito.

Por lo anterior, se busca que el lugar de establecimiento del depositario de un FIA sea congruente con el del propio FIA y, así: en el caso de los FIA de la UE, su depositario debe estar establecido en el EMO del FIA; mientras que, en el caso de los FIA de fuera de la UE, su depositario deberá estar establecido en el tercer país en que esté establecido el FIA o en el EMO del GFIA que gestione el FIA o, en su caso, en el Estado miembro de referencia del GFIA que gestione el FIA (art.21.5).

El establecimiento del depositario de un FIA en un Estado extracomunitario comporta riesgos adicionales de supervisión y de protección de los inversores comunitarios y, por ello, en este caso se establecen garantías adicionales a las generales antes señaladas que se refieren tanto al propio depositario, como a las autoridades competentes comunitarias implicadas, así como al Estado extracomunitario en el que esté establecido el depositario: Primero, en cuanto a las autoridades competentes de los Estados miembros de la UE en los que se pretende comercializar las participaciones de un FIA de fuera de la UE -siempre y cuando sea diferente del EMO del GFIA- deben haber celebrado acuerdos de cooperación y de intercambio de información con las autoridades competentes del depositario. Segundo, en cuanto al propio depositario se refiere, deberá estar sujeto -en el tercer país en el que esté establecido- a una regulación y supervisión prudenciales efectivas, incluido el capital mínimo obligatorio, que tengan el mismo efecto que las disposiciones previstas en el Derecho de la UE y se apliquen de manera efectiva; deberá asumir de forma expresa, por contrato, las responsabilidades patrimoniales tipificadas en la Directiva 2011/61/UE ante el FIA o, en su caso, ante sus inversores; y deberá comprometerse a no delegar sus funciones en terceros, fuera de los casos admitidos por la Directiva. Tercero, en cuanto se refiere al tercer país en el que se haya establecido el depositario -que no deberá figurar en la lista de países y territorios no cooperantes establecida por el GAFI- debe haber firmado con los Estados comunitarios en los que se pretende comercializar las participaciones de un FIA de fuera de la UE - siempre y cuando sea diferente del EMO del GFIA- un acuerdo que se ajuste plenamente a las normas establecidas en el artículo 26 del Modelo de Convenio Tributario sobre la Renta y sobre el Patrimonio de la OCDE y garantice un intercambio efectivo de

información en materia tributaria, incluyendo, en su caso, acuerdos fiscales multilaterales.

Dado que el cumplimiento de algunas de estas garantías adicionales implica un margen de apreciación discrecional y, por ello, puede dar lugar a discrepancias entre las autoridades competentes comunitarias implicadas, se confieren a la Comisión facultades de desarrollo normativo para que aquella exigencia sea coherente a nivel comunitario⁸⁴ y se establece un procedimiento para solventar las eventuales diferencias entre las autoridades comunitarias con la intervención de la AEVM (art.21.6)⁸⁵.

8.3. La importancia del papel de los depositarios para la protección de los inversores en los FIA.

Antes de entrar a examinar los deberes y responsabilidades de estos depositarios, conviene contestar a esta pregunta porque su respuesta tiene la máxima importancia desde el punto de vista de la protección del inversor en los mercados financieros ya que los principales escándalos paradigmáticos de la crisis financiera global (por ejemplo, la pirámide de Madoff) demostraron que inversores de numerosos países vieron como sus inversiones se volatilizaban de la noche a la mañana porque los depositarios de los fondos –normalizados o alternativos- no verificaron los flujos dinerarios en que se plasmaban aquellas inversiones⁸⁶. Lo que –si añadimos que aquellos depositarios eran bancos de primer nivel solventes e implantados en sus respectivos países de origen- han generado las correspondientes reclamaciones de responsabilidad patrimonial ante la imposibilidad práctica de dirigir las contra los gestores de aquellos fondos, principales responsables de los fraudes pero insolventes y radicados en jurisdicciones ubicadas fuera del alcance efectivo de aquellas acciones (por

⁸⁴ El último inciso del apartado 6 del art.21 dice: “Sobre la base de los criterios a que se refiere el apartado 17, letra b), la Comisión, adoptará medidas de aplicación en las que se establezca que la regulación y supervisión prudenciales de un tercer país tienen el mismo efecto que las disposiciones previstas en el Derecho de la Unión y se aplican de manera efectiva. Dichos actos de ejecución se adoptarán de conformidad con el procedimiento de examen contemplado en el artículo 59, apartado 2”.

⁸⁵ El penúltimo inciso del apartado 6 del art.21 dice: “Cuando una autoridad competente de otro Estado miembro no esté de acuerdo con la evaluación de la aplicación de las letras a), c) o e) del primer párrafo, realizada por las autoridades competentes del Estado miembro de origen del GFIA, las autoridades competentes en cuestión podrán someter el asunto a la AEVM, que podrá actuar de conformidad con las facultades que le confiere el artículo 19 del Reglamento (UE) n o 1095/2010”.

⁸⁶ El Informe Larosière, página 26, epígrafe 98, al referirse a los depositarios de los fondos de inversión, decía: “El caso Madoff ha ilustrado sobre la importancia de un mejor control de la calidad de los procesos y funciones en el caso de fondos, fondos de fondos y delegaciones de responsabilidades”. Y, en concreto, mencionaba varias medidas sobre el control en el caso de delegación de las funciones de gestión de inversiones, sobre la necesidad de nombrar un depositario independiente y de que el depositario, como custodio, fuera responsable de la conservación de todos los activos de los fondos en todo caso.

ejemplo, los EEUU) por razones jurídicas y prácticas (como es el propio coste de las mismas).

La consciencia del papel clave que debe jugar los depositarios de los fondos de inversión de todo tipo para la efectiva defensa de los inversores que a ellos acuden ha provocado un fenómeno paradójico desde el punto de vista regulatorio a nivel comunitario porque –en contra del proceso normal de regulación de los FIA que ha partido de las soluciones dadas a los OICVM- la Propuesta de Directiva de reforma de los OICVM –que se ha centrado en sus depositarios- extiende soluciones de los FIA a estos OICVM⁸⁷.

8.4. Las funciones de los depositarios.

a) Custodia de los activos del FIA, que se realizará de dos maneras según el tipo de activos de que se trate: Primero, si se trata de instrumentos financieros, el depositario tendrá en custodia todos los que puedan consignarse en una cuenta abierta en los libros del depositario⁸⁸ y todos los que puedan entregarse físicamente al depositario. Segundo, en la custodia de otros activos, el depositario comprobará la propiedad por parte del FIA o del GFIA cuando actúe por cuenta del FIA y mantendrá un registro de los activos en relación con los cuales se demuestre que el FIA o el GFIA cuando actúe por cuenta del FIA, posee la propiedad de dichos activos⁸⁹.

b) Control de flujos de tesorería, porque el depositario garantizará que los flujos de tesorería del FIA estén debidamente controlados y asegurará en particular que todos los pagos efectuados por los inversores o en su nombre en el momento de la suscripción de participaciones en un FIA se hayan recibido y que todo el efectivo del FIA se haya consignado en una o varias cuentas de tesorería abiertas a nombre del FIA o del GFIA cuando actúe por cuenta del FIA, o a nombre del depositario que actúe en nombre del FIA en una entidad que ofrezca las garantías exigidas por

⁸⁷ Los arts.83 a 102 de la Propuesta de Reglamento Delegado de la Comisión nº. .../., de 19.12.2012 por el que se completa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo desarrolla las previsiones del art.21 de la Directiva en cuanto al régimen de los depositarios (ver el apartado 3.2.11 de la Memoria Explicativa, pág.9 donde se dice que “*la función esencial de estas entidades (los depositarios) es la protección de los inversores en los FIA*”).

⁸⁸ En particular, el art.21.8 de la Directiva 2011/61/UE establece que, en estos casos, “*el depositario garantizará que todos los instrumentos financieros que puedan consignarse en una cuenta de instrumentos financieros abierta en los libros del depositario se consignen en los libros del depositario en cuentas separadas, de conformidad con los principios establecidos en el artículo 16 de la Directiva 2006/73/CE, abiertas a nombre del FIA o, en su caso, del GFIA cuando actúe por cuenta del FIA, de modo que se puedan identificar claramente como pertenecientes al FIA, de conformidad con la legislación aplicable en todo momento*”.

⁸⁹ En particular, el art.21.8 de la Directiva 2011/61/UE establece que, en estos casos, “*la estimación para determinar si el FIA o el GFIA cuando actúe por cuenta del FIA posee la propiedad estará basada en la información o los documentos proporcionados por el FIA o el GFIA y, en su caso, en elementos externos de prueba*”.

el Derecho comunitario o unas garantías equivalentes si se trata de entidades o mercados extracomunitarios⁹⁰.

c) Control de las inversiones del FIA, porque el depositario ejecutará las instrucciones del GFIA excepto si son contrarias a la legislación nacional aplicable o al reglamento o los documentos constitutivos del FIA; y se asegurará de que, en las operaciones relativas a los activos del FIA, se le entrega al FIA el contravalor en los plazos al uso; y de que los productos del FIA reciben el destino que establezca la legislación nacional aplicable, el reglamento del FIA o los documentos de constitución (art.21.9.c, d y e). Una derivada de esta función de vigilancia de la gestión del FIA es su deber de colaboración específica con las autoridades competentes de supervisar el FIA custodiado o el GFIA que lo administra. De modo tal que el depositario pondrá a disposición de las autoridades competentes, cuando estas así lo soliciten, toda la información que haya obtenido en el desempeño de sus deberes y que pueda resultar necesaria para que aquellas autoridades desarrollen sus labores de supervisión⁹¹.

d) Control de las participaciones en el FIA, porque el depositario se asegurará de que la venta, la emisión, la recompra, el reembolso y la anulación de las participaciones del FIA, así como el cálculo de su valor se realizan de conformidad con la legislación nacional aplicable y con el reglamento o los documentos constitutivos del FIA (art.21.9.a y b).

8.5. La forma en que los depositarios deben desarrollar sus funciones.

En general, tanto el GFIA como el depositario actuarán con honradez, equidad, profesionalidad e independencia y en interés del FIA y de los inversores del FIA. En particular, un depositario no realizará actividades respecto del FIA o, en su caso, del GFIA por cuenta del FIA, que puedan generar conflictos de intereses entre el FIA, sus inversores, el GFIA y él mismo, salvo que haya separado funcional y jerárquicamente el desempeño de sus funciones como depositario de sus otras funciones potencialmente conflictivas y que los posibles conflictos de interés estén debidamente identificados, gestionados, controlados y comunicados a los inversores del FIA (art.21.10).

En cuanto se refiere a la prevención de conflictos de intereses, la regla estructural –clásica a todo tipo de fondos de inversión- consiste en la separación formal del

⁹⁰ El art.21.7 de la Directiva 2011/61/UE señala “una entidad que se refiere el artículo 18, apartado 1, letras a), b) y c), de la Directiva 2006/73/CE, o en otra entidad de la misma naturaleza en el mercado pertinente en el que las cuentas de tesorería sean necesarias mientras dicha entidad esté sujeta a regulación y supervisión prudenciales efectivas que tengan el mismo efecto que las disposiciones previstas en el Derecho de la Unión y que se apliquen de manera efectiva, y de conformidad con los principios establecidos en la Directiva 2004/39/CE”.

⁹¹ El art.21.16 de la Directiva 2011/61/UE añade: “Si las autoridades competentes del FIA o del GFIA son diferentes de las del depositario, las autoridades competentes del depositario compartirán sin demora la información recibida con las autoridades competentes del FIA y del GFIA”.

depositario respecto tanto del gestor como de las entidades que operen como contrapartes del FIA, con la diferencia esencial de que, mientras la primera exigencia de separación no admite excepciones, ya que un GFIA no podrá actuar al tiempo como su depositario; la segunda exigencia de separación si las contempla, puesto que un intermediario principal que actúe como contraparte de un FIA no podrá actuar como depositario para dicho FIA, salvo que haya separado funcional y jerárquicamente el desempeño de sus funciones como depositario de sus funciones como intermediario principal y que los posibles conflictos de interés estén debidamente identificados, gestionados, controlados y comunicados a los inversores del FIA. Además, aquel intermediario principal podrá las funciones de custodia antes señaladas por delegación del depositario, si se cumplen las condiciones pertinentes (art.21.4).

8.6. La delegación por el depositario de sus funciones en un tercero.

Debemos empezar por resaltar que la eventual delegación de funciones estará limitada porque: primero, solo puede afectar a las de custodia de los activos del FIA antes indicadas, pero no al resto de funciones de control; y, segundo, debe respetar determinadas condiciones referidas tanto al propio depositario como al tercero en quien delega las funciones de custodia. En efecto, esta segunda limitación funcional de la delegación afecta tanto al depositario que delega como al tercero delegado porque ya que: por una parte, el depositario no podrá delegar con el fin de eludir el cumplimiento de los requisitos establecidos por la Directiva; deberá demostrar que hay una razón objetiva para la delegación, y haber actuado con toda la competencia, atención y diligencia debidas en la selección y el nombramiento del tercero en que quiera delegar parte de sus funciones; y seguir actuando con toda la competencia, atención y diligencia debidas en la revisión periódica y la supervisión permanente de todo tercero en que haya delegado parte de sus funciones y de las disposiciones del tercero con respecto a las funciones que se hayan delegado en él. Por otra parte, el tercero debe cumplir los requisitos legales en cuanto a sus estructuras y conocimientos, regulación y supervisión prudenciales, separación y uso limitado de los activos cuya custodia se le delega (art.21.11).

8.7. Las responsabilidades de los depositarios.

El depositario responderá ante el FIA o, en su caso, ante sus inversores en dos conceptos: Primero, de la pérdida, por su parte o de un tercero en quien se haya delegado la función de custodia, de los instrumentos financieros custodiados. En este caso, el depositario devolverá sin demora indebida al FIA (o, en su caso, al GFIA cuando actúe por cuenta del FIA) un instrumento financiero de idénticas características o bien la cuantía correspondiente. Segundo, de cualquier pérdida que sufran el FIA o sus inversores como consecuencia del incumplimiento intencionado o por negligencia de las obligaciones que le incumban en virtud de la Directiva (art.21.12).

Los inversores de los FIA podrán reclamar la responsabilidad del depositario de dos maneras: bien directamente o bien indirectamente a través del GFIA; tomando en consideración la naturaleza jurídica de la relación entre el depositario, el GFIA y los inversores (art.21.15).

En general, el depositario no será responsable si puede probar que la pérdida de los instrumentos financieros se ha producido como resultado de un acontecimiento externo que escape al control razonable, cuyas consecuencias hubieran sido inevitables a pesar de todos los esfuerzos por evitarlas.

En particular, aquella responsabilidad del depositario no se verá afectada por ninguna delegación de funciones, salvo que pueda probar que se cumplen todos los requisitos para la delegación de sus funciones de custodia y que existen dos contratos por escrito que autorizan transferir esa responsabilidad desde el depositario al tercero delegado, con la anuencia del FIA o del GFIA: Primero, un contrato escrito entre el depositario y el tercero por el que se transfiere expresamente la responsabilidad del depositario al tercero y autoriza al FIA o, en su caso, al GFIA cuando actúe por cuenta del FIA, a presentar una reclamación contra el tercero en relación con la pérdida de instrumentos financieros o al depositario a presentar tal reclamación en su nombre. Segundo, un contrato escrito entre el depositario y el FIA o el GFIA cuando actúe por cuenta del FIA, que permita expresamente la exención de responsabilidad del depositario y establezca la razón objetiva para suscribir dicha exención de responsabilidad (art.21.13).

En concreto, cuando la legislación de un tercer país exija que ciertos instrumentos financieros sean mantenidos en custodia por una entidad local y no haya entidades locales que satisfagan los requisitos de delegación previstos en la Directiva (art.21.1.d).ii), el depositario podrá quedar exento de responsabilidad si se cumplen las siguientes condiciones de que el reglamento o los documentos de constitución del FIA en cuestión autoricen expresamente dicha exención de responsabilidad; que los inversores del FIA pertinente hayan sido debidamente informados de dicha exención de responsabilidad y de las circunstancias que la justifican antes de la inversión; que el FIA o el GFIA por cuenta del FIA hayan pedido al depositario que delegue la función de proporcionar custodia de dichos instrumentos financieros en una entidad local; que haya un contrato escrito entre el depositario y el FIA o el GFIA cuando actúe por cuenta del FIA, por el que se permita expresamente dicha exención de responsabilidad; y que haya un contrato escrito entre el depositario y el tercero por el que se transfiera expresamente la responsabilidad del depositario a dicha entidad local y autorice al FIA o al GFIA cuando actúe por cuenta del FIA, a presentar una reclamación contra dicha entidad local en relación con la pérdida de instrumentos financieros o al depositario a presentar tal reclamación en su nombre (art.21.14).

9. LA COMPETENCIA ENTRE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS COMUNITARIOS Y EXTRACOMUNITARIOS Y SUS GESTORES.

9.1. Los aspectos regulatorios que determinan las condiciones de competencia entre los FIA y los GFIA en la UE.

La Directiva 2011/61/UE es consciente de que la armonización de los GFIA en el ámbito comunitario solo será eficiente en la medida en que abarque la actuación de dichos GFIA en la UE, con independencia de su radicación comunitaria o extracomunitaria, dado el carácter global de los “hedge funds”, sus gestores y sus depositarios.

Por ello, se ocupa con intensidad y extensión regulatoria de los tres aspectos principales implicados en aquella actuación transfronteriza de los GFIA que son: su autorización inicial, la gestión de los FIA que a continuación desarrollan y la comercialización entre los inversores de las acciones o participaciones emitidas por aquellos FIA. Dado que estas tres actuaciones transfronterizas implican tanto a los GFIA como a los FIA administrados y dado que la regulación comunitaria europea únicamente procederá en la medida en la que tengan un punto de conexión con la UE; la Directiva 2011/61/UE se ocupa de la autorización, gestión y comercialización de los FIA y de sus gestores, los GFIA cuando exista alguna implicación comunitaria⁹².

Esta regulación determina las condiciones de competencia entre los FIA y los GFIA comunitarios y extracomunitarios en los mercados financieros de la UE y, por ello, nos ocuparemos de estos tres aspectos a continuación.

Con carácter previo, conviene aclarar que la regulación por la Directiva de la actuación de los GFIA comunitarios y extracomunitarios (siempre que estos últimos tengan un punto de conexión con la UE) obliga a adaptar las categorías tradicionales del control público de las actuaciones transfronterizas intracomunitarias de los intermediarios financieros, ya sea cuando ejerciten la libertad de establecimiento de sucursales y en forma de libre prestación de servicios. De tal modo que las categorías del Estado miembro de origen (EMO) y del Estado miembro de acogida (EMA) –que son suficientes para regular la actuación intracomunitaria de intermediarios financieros comunitarios- deben enriquecerse con la del Estado miembro comunitario de referencia, imprescindible para establecer un “punto de anclaje” de los GFIA extracomunitarios que haga las veces –mutatis mutandis- del EMO de los GFIA comunitarios. Adviértase que la determinación de cual será el Estado miembro de referencia del GFIA extracomunitario dependerá del número de FIA que el GFIA pretenda gestionar o

⁹² Los arts.113 a 115 de la Propuesta de Reglamento Delegado de la Comisión nº. .../., de 19.12.2012 por el que se completa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo desarrolla las previsiones de los arts.34, 35, 36, 37, 40 y 42 de la Directiva en cuanto a las relaciones con terceros países (ver el apartado 3.2.13 de la Memoria Explicativa, pág.10).

comercializar, de la radicación comunitaria o extracomunitaria de aquellos FIA y del número de Estados comunitarios en los que aquella comercialización se produzca⁹³.

9.2. La autorización de los GFIA comunitarios y de los extracomunitarios.

a) En primer lugar, la autorización de un GFIA de la UE⁹⁴ (por ejemplo, un GFIA español) estará sometida al proceso descrito en el Capítulo II (arts.6 a 11) de la Directiva 2011/61/UE que implica el cumplimiento por su parte de una serie de condiciones de acceso y de ejercicio de su actividad de las que nos ocupamos en el epígrafe 7 de esta Ponencia. El coste de esta autorización, entendido en un sentido amplio que abarque las exigencias de capital inicial y fondos propios, los requisitos operativos y de organización y la propia eficiencia del procedimiento administrativo de autorización por su EMO; en comparación con el coste implícito en el proceso de autorización de los GFIA extracomunitarios que pretendan operar en los mercados financieros de la UE; determinará las condiciones reales de competencia entre unos y otros.

b) En segundo lugar, la Directiva 2011/61/UE se ocupa de la autorización de un GFIA de fuera de la UE⁹⁵ (por ejemplo, un GFIA establecido en los EEUU), en la medida en que tenga un punto de conexión comunitario que consistirá bien en que se propongan gestionar FIA de la UE (por ejemplo, español), bien en que se proponga comercializar las acciones o participaciones de FIA gestionados por él en la UE (por ejemplo, comercializar en España participaciones de un FIA radicado en los EEUU que el GFIA estadounidense gestiona), o bien que se proponga ambas actuaciones. En estos casos, los Estados comunitarios les exigirán que obtengan de las autoridades competentes de sus Estados comunitarios de referencia (por ejemplo, Francia) una autorización previa que seguirá –“mutatis mutandis”- el procedimiento antes indicado para los GFIA comunitarios (capítulo II), con la exigencia de algunas condiciones adicionales.

⁹³ El art.4.1.z define «Estado miembro de referencia» como “*el Estado miembro determinado de conformidad con el artículo 37, apartado 4*”; y esta última disposición establece las reglas para determinar este Estado en las hipótesis siguientes: a) si el GFIA de fuera de la UE se propone gestionar un solo FIA de la UE o varios FIA de la UE establecidos en el mismo Estado miembro y no se propone comercializar ningún FIA en la Unión; b) si el GFIA de fuera de la UE se propone gestionar varios FIA de la UE establecidos en distintos Estados miembros y no se propone comercializar ningún FIA en la Unión; c) si el GFIA de fuera de la UE se propone comercializar un solo FIA de la UE en un solo Estado miembro; d) si el GFIA de fuera de la UE se propone comercializar un solo FIA de fuera de la UE en un solo Estado miembro; e) si el GFIA de fuera de la UE se propone comercializar un solo FIA de la UE pero en diferentes Estados miembros; f) si el GFIA de fuera de la UE se propone comercializar un solo FIA de fuera de la UE pero en diferentes Estados miembros; g) si el GFIA de fuera de la UE se propone comercializar varios FIA de la UE en la Unión; h) si el GFIA de fuera de la UE se propone comercializar varios FIA de la UE y de fuera de la UE, o varios FIA de fuera de la UE en la Unión”.

⁹⁴ Entendiendo por tal “*todo GFIA que tenga su domicilio social en un Estado miembro de la Unión Europea*” (art.4.1.1).

⁹⁵ Esto es, todo GFIA que tenga su domicilio social en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea (art.4.1.1 “a contrario sensu”).

En todo caso, el GFIA extracomunitario deberá cumplir, por regla general, lo dispuesto en la Directiva y nombrar un representante legal en el Estado comunitario de referencia. Dado que la autorización de un GFIA extracomunitario por un Estado de referencia comunitario comportará la consiguiente supervisión de aquel GFIA por dicho Estado; dado que ello conducirá a una diversidad de prácticas de autorización y supervisión en el seno de la UE (tantas como Estados comunitarios de referencia de los distintos GFIA extracomunitarios que operen en la UE); y dado que es preciso garantizar la coherencia de actuación de la UE como bloque económico frente a los Estados comunitarios; se establece un análisis “inter pares” de la autorización y supervisión de GFIA de fuera de la UE por parte de la AEVM quien realizará, con periodicidad anual, dicho análisis inter pares de las actividades de supervisión de las autoridades competentes en relación con la autorización y la supervisión de GFIA de fuera de la UE para mejorar la coherencia en los resultados de control, de conformidad con el artículo 30 del Reglamento (UE) n.º. 1095/2010 (art.38).

9.3. La gestión de los FIA comunitarios y de los extracomunitarios.

a) La gestión de un FIA comunitario⁹⁶ (por ejemplo, un FIA español) por un GFIA comunitario radicado en un Estado comunitario diferente (por ejemplo, Francia), ya sea directamente o mediante el establecimiento de una sucursal y siempre que el GFIA esté autorizado a gestionar ese tipo de FIA exigirá que este GFIA comunique a su EMO aquella intención y se desarrolle el diálogo interestatal entre las autoridades competentes del EMO y del EMA del GFIA⁹⁷ – en este ejemplo, entre las autoridades competentes de España y de Francia)-habitual en estos casos de ejercicio de las libertades de establecimiento y de ejercicio de sus actividades típicas por los intermediarios financieros (art.33).

⁹⁶ Entendiendo por tal “i) todo FIA que haya sido autorizado o registrado en un Estado miembro con arreglo a la normativa nacional aplicable, o ii) todo FIA que no haya sido autorizado o registrado en un Estado miembro, pero tenga su domicilio social y/o su oficina principal en un Estado miembro de la Unión Europea” (art.4.1.k).

⁹⁷ El art.4.1.q) dispone que se considerará como «Estado miembro de origen de un GFIA» al “Estado miembro en el que el GFIA tenga su domicilio social; por lo que se refiere a los GFIA de fuera de la UE, todas las referencias al «Estado miembro de origen del GFIA» en la presente Directiva se entenderán como el «Estado miembro de referencia». Ello se esclarecerá en el capítulo; y el art.4.1.r) define al «Estado miembro de acogida de un GFIA» como “cualquiera de los siguientes, i) un Estado miembro, distinto del Estado miembro de origen, en el que un GFIA de la UE comercialice las participaciones de un FIA de la UE, ii) un Estado miembro, distinto del Estado miembro de origen, en el que un GFIA de la UE gestione un FIA de la UE, iii) un Estado miembro, distinto del Estado miembro de origen, en el que un GFIA de la UE comercialice las participaciones de un FIA de fuera de la UE, iv) un Estado miembro, distinto del Estado miembro de referencia, en el que un GFIA de fuera de la UE gestione un FIA de la UE, o v) un Estado miembro, distinto del Estado miembro de referencia, en el que un GFIA de fuera de la UE comercialice las participaciones de un FIA de la UE, o vi) un Estado miembro, distinto del Estado miembro de referencia, en el que un GFIA de fuera de la UE comercialice las participaciones de un FIA de fuera de la UE”.

b) La gestión de un FIA comunitario (por ejemplo, un FIA español) por un GFIA extracomunitario (por ejemplo, un GFIA de los EEU)- cuyo Estado comunitario de referencia (por ejemplo, Francia) sea diferente del EMO del FIA⁹⁸ (en este ejemplo, España)- ya sea directamente o mediante el establecimiento de una sucursal y siempre que el GFIA esté autorizado a gestionar ese tipo de FIA exigirá que este GFIA comunique a su Estado comunitario de referencia (Francia) aquella intención y se desarrolle entre el Estado comunitario de referencia y el EMA del GFIA el diálogo interestatal habitual en estos casos de ejercicio de las libertades de establecimiento y de ejercicio de sus actividades típicas por los intermediarios financieros (art.41).

c) Por último, la Directiva 2011/61/UE se ocupa de la gestión de un FIA extracomunitario cuando la desarrolle un GFIA comunitario, porque esta circunstancia será un punto de conexión eficiente, aun cuando las acciones o participaciones del FIA de fuera de la UE no se comercialicen en un Estado comunitario. Para ello, exigirán que el GFIA cumpla los requisitos establecidos en la propia Directiva y que, además, existan acuerdos de cooperación entre las autoridades competentes del EMO del GFIA y las del Estado extracomunitario en el que está establecido en FIA extracomunitario administrado (art.34).

9.4. La comercialización en la UE de los FIA comunitarios y de los extracomunitarios.

Dado que la comercialización de las acciones o participaciones de un FIA es una actividad que corresponde, en última instancia, a su GFIA como titular jurídico final⁹⁹; los preceptos que la Directiva 2011/61/UE dedica a la comercialización transfronteriza intracomunitaria de FIA comunitarios y extracomunitarios se ordenan atribuyendo a los GFIA comunitarios o extracomunitarios el derecho a comercializar aquellos FIA comunitarios o extracomunitarios dentro de la UE¹⁰⁰. Adviértase que la atribución a cada GFIA de la titularidad última de la comercialización de los FIA respectivos es compatible con el hecho de que esta comercialización no figure formalmente recogida como tal entre las funciones de gestión esenciales o en las adicionales establecidas en el Anexo I de la Directiva 2011/61/UE y de que, por ello, pueda ser desarrollada materialmente por un

⁹⁸ Entendiendo por tal «Estado miembro de origen de un FIA»: i) el Estado miembro en el que el FIA esté autorizado o registrado con arreglo a la normativa nacional aplicable, o en caso de autorizaciones o registros múltiples, el Estado miembro en el que el FIA haya sido autorizado o registrado por primera vez, o ii) si el FIA no hubiera sido autorizado ni registrado en un Estado miembro, el Estado miembro en el que el FIA tenga su domicilio social u oficina principal (art.4.1.p).

⁹⁹ Según se deduce de la propia definición de «comercialización» como “*toda oferta o colocación directa o indirecta, por iniciativa del GFIA o en su nombre, de participaciones de un FIA gestionado por él a inversores domiciliados en la Unión*” (art.4.1.x).

¹⁰⁰ Ver MARDOMINGO COZAS, J., “Normas de conducta y comercialización de los hedge funds”, en RICO ARÉVALO, B. (Dir.) “Régimen Jurídico y Económico de los «Hedge Funds»”, Ed. Thomson Aranzadi, 2008, págs.187 y ss.

intermediario financiero –siempre en nombre del GFIA- habilitado para comercializar este tipo de valores negociables.

A partir de ahí, aquella regulación de la comercialización intracomunitaria de las acciones o particiones de los FIA –que constituye el auténtico corazón de la competencia en el sector- se ordena combinando el carácter comunitario o extracomunitario de los GFIA y de los FIA implicados.

Tomando como referencia el carácter comunitario o extracomunitario de los FIA comercializados, podemos identificar dos categorías de hipótesis regulatorias:

9.4.1. Comercialización en la UE de los FIA comunitarios.

a) La primera y más sencilla –por homogénea- hipótesis plenamente comunitaria es la comercialización de un FIA comunitario (por ejemplo, un FIA español o italiano) por un GFIA comunitario (por ejemplo, un GFIA español) en el EMO de este último (España). En este caso, los Estados miembros velarán por que todo GFIA de la UE autorizado pueda comercializar participaciones de un FIA de la UE que gestione entre inversores profesionales en el EMO del GFIA en cuanto lo notifique a las autoridades competentes de su EMO notificando la documentación e información establecidas en el Anexo III de la Directiva. Cuando el FIA comunitario cuyas participaciones se pretendan comercializar en el EMO de su GFIA sea un FIA subordinado, el derecho de comercializar estará condicionado a que el FIA principal sea también un FIA comunitario y lo gestione un GFIA comunitario autorizado (art.31).

b) La segunda hipótesis –algo más compleja que la anterior, pero plenamente comunitaria en cualquier caso- es la comercialización de un FIA comunitario (por ejemplo, un FIA español o italiano) por un GFIA comunitario (por ejemplo, un GFIA español) en un EMA (Francia) distinto por lo tanto al EMO del GFIA (España). En este caso, los Estados miembros velarán por que todo GFIA de la UE autorizado pueda comercializar participaciones de un FIA de la UE que gestione entre inversores profesionales en un EMA –distinto del EMO del GFIA- en cuanto lo notifique a las autoridades competentes de su EMO incluyendo la documentación e información previstas en el Anexo IV de la Directiva. Cuando el FIA comunitario cuyas participaciones se pretendan comercializar en el EMO de su GFIA sea un FIA subordinado, el derecho de comercializar estará condicionado a que el FIA principal sea también un FIA comunitario y lo gestione un GFIA comunitario autorizado (art.32).

c) La tercera hipótesis implica un salto cualitativo que deriva de la condición extracomunitaria del GFIA implicado. Este supuesto parcialmente comunitario es la comercialización de un FIA comunitario (por ejemplo, un FIA español o italiano) por un GFIA extracomunitario (por ejemplo, un GFIA estadounidense) en un Estado comunitario (España, Italia o Francia). En este caso, los Estados miembros velarán por que todo GFIA de fuera de la UE debidamente autorizado

pueda comercializar participaciones de un FIA de la UE que gestione entre inversores profesionales en un Estado comunitario en cuanto lo notifique a las autoridades competentes notificando la documentación e información previstas. El volumen de esta documentación e información dependerá del Estado comunitario en el que se pretenda comercializar las participaciones del FIA comunitario de modo tal que: c.1) Cuando las participaciones del FIA comunitario se pretendan comercializar en el Estado de referencia del GFIA extracomunitario (análogo a estos efectos al EMO del GFIA comunitario), la notificación que este GFIA extracomunitario debe presentar a las autoridades competentes de aquel Estado comunitario de referencia deberá incluir la documentación e información previstas en el Anexo III de la Directiva. c.2) Cuando las participaciones del FIA comunitario se pretendan comercializar en un Estado comunitario distinto del Estado de referencia del GFIA extracomunitario (análogo a estos efectos al EMA del GFIA comunitario), la notificación que este GFIA extracomunitario debe presentar a las autoridades competentes de aquel Estado comunitario de referencia deberá incluir la documentación e información previstas en el Anexo IV de la Directiva. En este segundo caso, la notificación del GFIA extracomunitario desencadena un diálogo intracomunitario entre las autoridades competentes del Estado de referencia del GFIA extracomunitario y las autoridades competentes de los EMA. En ambos casos, la necesidad de garantizar la disponibilidad centralizada de la información y documentación y la coherencia de la comercialización intracomunitaria de las participaciones de FIA comunitarios por parte de GFIA extracomunitarios llevan a imponer a las autoridades competentes del Estado comunitario de referencia de este último GFIA extracomunitario el deber de informar de esta comercialización tanto a la AEVM como a las autoridades competentes del FIA comercializado (art.39).

9.4.2. Comercialización en la UE de los FIA extracomunitarios.

Las hipótesis de esta segunda categoría se diferencian en función de que los FIA extracomunitarios tengan pasaporte comunitario o carezcan del mismo y sean administrados por GFIA comunitarios o extracomunitarios; de modo tal que:

a) Un GFIA comunitario podrá comercializar participaciones de un FIA extracomunitario cumpliendo distintas condiciones según este último tenga pasaporte comunitario (art.35) o carezca del mismo (art.36), puesto que, mientras que, en el primer caso, existe un derecho subjetivo del GFIA a comercializar aquellas participaciones en el territorio de la UE ejercitable frente al conjunto de Estado comunitarios siempre que cumpla las condiciones de notificación comunes para los FIA comunitarios y las adicionales específicas de los FIA extracomunitarios; en el segundo es facultad de cada Estado comunitario permitir aquella comercialización que se circunscribirá a su territorio.

b) Un GFIA extracomunitario podrá comercializar participaciones de un FIA extracomunitario cumpliendo distintas condiciones según este último tenga pasaporte comunitario (art.40) o carezca del mismo (art.42), puesto que, mientras

que, en el primer caso, existe un derecho subjetivo del GFIA a comercializar aquellas participaciones en el territorio de la UE ejercitable frente al conjunto de Estado comunitarios siempre que cumpla las condiciones de notificación comunes para los GFIA comunitarios y las adicionales específicas de los GFIA extracomunitarios; en el segundo es facultad de cada Estado comunitario permitir aquella comercialización que se circunscribirá a su territorio.

10. CONCLUSIONES.

1ª. Los “hedge funds” presentan tres características esenciales que son:

a) Primera, pueden invertir sin límite en instrumentos financieros simples (tales como los valores negociables de primera generación, sean acciones, obligaciones, etc.) y complejos (tales como los instrumentos financieros derivados, sean futuro, opciones, etc.).

b) Segunda, sus gestores pueden utilizar técnicas de inversión simples o apalancadas para financiar sus inversiones.

c) Tercera, pueden concentrar sus inversiones tanto en origen, esto es, respecto del porcentaje que representen en el patrimonio del propio FIA; como en destino, esto es, en relación al porcentaje que supongan del capital o los recursos propios de sociedades cotizadas y no cotizadas.

2ª. Los “hedge funds” presentan tres características naturales que son:

a) Primera, carecen de regulación imperativa por los poderes públicos. Es una característica natural porque, si bien era consustancial al propio carácter alternativo o libre de los “hedge funds”; la necesidad imperiosa de limitar las implicaciones potencialmente negativas que su actividad puede tener para el sistema financiero en su conjunto, que puso de manifiesto la crisis financiera global iniciada en 2007 ha llevado a los Estados de los países desarrollados a regular este tipo de fondos, si bien tratando de no desvirtuar sus características esenciales y diferenciándolos claramente de los organismos o instituciones de inversión colectiva limitada.

b) Segunda, sus participaciones se distribuyen entre inversores profesionales e institucionales, cuyos volúmenes de inversión y preparación técnica –con la consiguiente capacidad de control de la gestión de aquellos “hedge funds”- los hacen aptos para soportar el riesgo elevado que dicha participación comporta en compensación a las elevadas expectativas de rentabilidad. Es una característica natural porque el acceso de los inversores minoristas a los “hedge funds” se ha desarrollado impulsado por dos motivos: por un lado, la necesidad de los fondos de potenciar su financiación buscando nuevas fuentes masivas de ahorro y, por otro lado, la conveniencia de que los inversores minoristas también puedan beneficiarse de la posibilidad de altas rentabilidades de su inversión. En este

último caso, la necesidad de controlar los riesgos ha hecho que los Estados, al regular aquel acceso, limiten el mismo a los fondos de fondos y potencien especialmente la transparencia.

c) Tercera, los gestores de los “hedge funds” participan en los rendimientos de los fondos de dos maneras: percibiendo comisiones porcentualmente elevadas sobre los resultados que obtienen e invirtiendo directamente en las participaciones de los fondos que gestionan. Es una característica natural porque no siempre se da y porque, con frecuencia, la alineación de intereses entre los “hedge funds” y sus gestores se establece al nivel de los administradores y directivos de estos últimos que toman las decisiones de asumir los riesgos. Por ello, la Directiva 2011/61/UE busca que sus remuneraciones sean transparentes, abarcando la totalidad de las mismas; y sostenibles, tanto mientras participan en la gestión como en el momento de rescindir su relación con el fondo.

3ª. Los “hedge funds” colaboraron a la gestación y al desarrollo de la crisis financiera iniciada en el año 2007 por dos motivos: primero, porque sus conductas procíclicas con las de los mercados en los que intervienen colaboraron a crear la burbuja de liquidez que estalló entonces y sus prácticas de financiación apalancada de sus inversiones colaboraron al generar un riesgo sistémico que se extendió a los intermediarios bancarios que les dieron contrapartida en ellas. Y, segundo, porque la libertad de sus gestores degeneró, en algunos casos, en la volatilización de las inversiones de cientos o de miles de pequeños y medianos inversores perjudicados en escándalos masivos.

4ª. La anterior implicación de los “hedge funds” en la gestación y en el desarrollo de la crisis financiera iniciada en el año 2007 despertó la consciencia de los países desarrollados de los riesgos que implican y de la consiguiente necesidad de establecer una regulación que permitiera controlar aquellos riesgos. En la UE, aquella consciencia se tradujo en la promulgación de la Directiva 2011/61/UE que pretende armonizar directamente parte del régimen de los GFIA comunitarios y de los extracomunitarios cuando tengan algún punto de conexión con la UE, bien porque administren FIA comunitarios o bien porque comercialicen en el mercado europeo las participaciones de un FIA comunitario o extracomunitario que gestionen. Aun cuando la Directiva no pretende armonizar el régimen de los FIA como tales, sus disposiciones implican una normalización indirecta de los FIA en aspectos esenciales de su estructura, como es el régimen de sus depositarios. Esta Directiva 2011/61/UE sobre los FIA toma como referencia a la Directiva 2009/65/CE sobre OICVM, de cuyo ámbito se distingue haciendo una especie de diagnóstico diferencial.

5ª. La regulación de los “hedge funds” en España se establece inicialmente en el RIIC de 2005, modificado en los años 2007 y 2010, desarrollado por una Orden ministerial y una Circular de la CNMV del año 2006 y derogado por el RIIC de 2012 que, sin embargo, ha mantenido la misma regulación precedente de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (IICIL, de primer nivel y

limitadas a los medianos y grandes inversores) y de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Colectiva de Inversión Libre (IICIICIL, de segundo nivel y abiertas a los inversores minoristas) como una especie de IIC de carácter financiero cuya libertad se traduce en la falta de sujeción a los requisitos comunes de inversión, financiación y diversificación propios de las IIC financieras de inversión limitada.

6ª. Dado que los FIA se caracterizan esencialmente por poder invertir en instrumentos financieros simples y complejos (particularmente derivados) y por poder utilizar técnicas de financiación apalancada de sus inversiones, la Directiva 2011/61/UE busca controlar el riesgo sistémico que pueden causar obligando a sus gestores a ser transparentes en cuanto al uso de aquel apalancamiento y permitiendo la intervención de los Estados comunitarios afectados cuando el nivel de dicho apalancamiento sea inadecuado porque genere un riesgo sistémico desproporcionado.

7ª. Dado que los FIA se caracterizan esencialmente por no estar sujetos a los requisitos de diversificación de sus inversiones tanto en origen como en destino y, por lo tanto, pueden concentrar sus inversiones en instrumentos financieros emitidos o avalados por una misma sociedad o grupo de sociedades -sean cotizadas o no cotizadas- y llegar a controlarlas, la Directiva 201/61/UE pretende controlar los riesgos derivados del abuso de estas posiciones de control imponiendo a los GFIA obligaciones de informar a las autoridades competentes de las participaciones significativas y de control y prohibiendo que liquiden a corto plazo los activos de las sociedades en las que invierten.

8ª. Los FIA pueden ser objeto de una gestión interna, si tienen una estructura jurídica societaria que posibilita que un consejo de administración u otra instancia interna desarrolle las funciones de gestión (en este caso el FIA es, a la vez, GFIA, a efectos regulatorios); o de una gestión externa, si aquellas funciones de gestión se desarrollan por una entidad externa, que puede estar autorizada para gestionar, además, OICVM. El estatuto jurídico de estos GFIA esta centrado en los siguientes aspectos:

a) Deben ser autorizados para desarrollar la actividad típica de gestionar FIA por parte de las autoridades competentes de su EMO.

b) Deben asumir las funciones mínimas y esenciales de gestión de la cartera del FIA y de los riesgos inherentes y pueden asumir otras funciones adicionales de administración, mercadotecnia y comercialización de las participaciones.

c) Deben tener el capital inicial mínimo y los fondos propios adecuados al patrimonio de los FIA que administren y, en especial, para cubrir la responsabilidad civil profesional en la que puedan incurrir.

d) Deben cumplir los requisitos de operativos y de organización que constituyen las condiciones de ejercicio de su actividad, entre las que destacan aquellas que pretenden asegurar la sostenibilidad y la alineación de intereses de las políticas de remuneración de sus gestores con los del propio FIA.

e) Deben desarrollar por sí mismos las funciones de gestión y únicamente podrán delegarlas en un tercero cumpliendo las condiciones legales, sin que dicha delegación o subdelegación les exonere de la responsabilidad ante el FIA y sus inversores.

9ª, Los FIA deben tener un único depositario que podrá ser una entidad de crédito, una empresa de inversión u otra entidad autorizada cuyo estatuto jurídico responde a los siguientes principios:

a) Se encargará de la custodia de sus activos y garantizará la circulación adecuada de los flujos de tesorería y la corrección en la suscripción y en el reembolso de las participaciones del FIA, además de controlar la adecuación de la gestión del FIA por el GFIA.

b) Responderá ante el FIA y sus inversores de la pérdida de los instrumentos financieros custodiados que deberá devolver si demora, salvo que tal pérdida se haya debido a un acontecimiento externo fuera de su control razonable.

c) Deberá desarrollar por sí mismo las funciones de custodia de activos y las adicionales y únicamente podrán delegarlas en un tercero cumpliendo las condiciones legales, sin que dicha delegación o subdelegación le exonere de la responsabilidad ante el FIA y sus inversores, salvo que pueda probar que se dan las condiciones legalmente establecidas, que se adecúan al caso de que la legislación de un Estado extracomunitario exija que determinados instrumentos financieros sean custodiados por una entidad local.

10ª. Las condiciones de la competencia de los FIA y los GFIA comunitarios entre sí y con los FIA y GFIA extracomunitarios que operen en el ámbito de la UE vendrán condicionadas por las disposiciones sobre autorización, gestión y comercialización de sus participaciones en la UE.