

# Nuevo marco normativo para la inversión colectiva en España

## Proyecto de Ley para la transposición de la Directiva de Gestión de Fondos de Inversión Alternativa

El pasado 18 de julio fue publicado en el Boletín Oficial del Estado el Proyecto de Ley por el que se transpone en España 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 alternativa ("**AIFMD**").

La transposición de la AIFMD en España a través de dicho Proyecto de Ley implicará la modificación de la Ley de entidades de capital riesgo, que regulará los fondos alternativos cerrados, y la modificación de la Ley de instituciones de inversión colectiva, que regulará los fondos alternativos abiertos ("**LIIC**"). Concretamente el Proyecto de Ley aprobará la nueva normativa de capital riesgo y en la disposición final primera se recogerán las modificaciones a la LIIC.

Hace un mes publicamos un client briefing analizando las novedades que la AIFMD introduce en el ámbito del capital riesgo español y de otras entidades de inversión colectiva de carácter tipo cerrado. El presente client briefing completa el régimen de transposición de la AIFMD y se centra en el análisis de las novedades que la AIFMD introduce en el ámbito de la inversión colectiva de carácter abierto.

Sin perjuicio de un análisis detallado de la norma cuando sea finalmente aprobada, consideramos oportuno trasladar algunas reflexiones acerca de las principales novedades introducidas por el Proyecto de Ley.

### Contenidos

- Qué IICs regula la LIIC?
- Qué SGIIC regula la LIIC?
- Objeto, autorización y revocación de las SGIIC
- Gestión transfronteriza de FIAs
- Régimen de comercialización de FIAs
- Política de remuneraciones
- Obligaciones derivadas de la adquisición de participaciones significativas y del control de sociedades
- Régimen legal de depositarios
- Supervisión e inspección

## Valoración inicial

A diferencia de las modificaciones que se deben realizar en la Ley de entidades de capital riesgo para implementar la AIFMD, el impacto de la AIFMD en el mundo de la inversión colectiva de tipo abierto en España es mucho menor, debido principalmente a que nuestra normativa ya regula numerosos de los aspectos que la AIFMD trae consigo. Dicho lo anterior sí hay algunos aspectos novedosos que resaltamos a continuación.

## ¿Qué IICs regula la LIIC?

La LIIC regula las instituciones de inversión colectiva ("IIC") de carácter abierto, incluyendo las IICs armonizadas, es decir, aquellas constituidas de conformidad con la Directiva 2009/65/EC ("UCITS") y las IICs no armonizadas, también denominadas fondos de inversión alternativos ("FIA") y que incluirán IICs tanto en formato SICAV como formato fondo de inversión.

Dentro de los FIA, la LIIC regula los siguientes:

1. IIC financieras no armonizadas
2. IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre
3. IIC inmobiliarias

El Proyecto de Ley incluye una definición de "IIC abiertas" y de "comercialización de IIC", que ya estaba en la LIIC anterior y recuerda la no aplicación a estas IIC abiertas del régimen de colocaciones privadas del artículo 30bis de la Ley 24/1988, del mercado de valores que, únicamente aplicara a instituciones de inversión colectiva de tipo cerrado.

## ¿Qué SGIIC regula la LIIC?

La LIIC regula a todas las sociedades gestoras de IIC ("**SGIIC**"), si bien el Proyecto de Ley permite que las SGIIC queden exceptuadas del cumplimiento de algunas de las obligaciones si la SGIIC (i) únicamente gestiona entidades de inversión y los activos bajo gestión sean inferiores a 100 millones de euros, o (ii) 500 millones de euros cuando las entidades de inversión que gestionen no estén apalancadas y no tenga derecho de reembolso que pueda ejercerse durante un periodo de 5 años después de la fecha de inversión inicial.

Las obligaciones a las que quedan eximidas las SGIIC que cumplan con estos requisitos se determinarán reglamentariamente.

En cualquier caso, dichas SGIIC deberán informar a la CNMV de las IIC que gestionen y proporcionarle información sobre las estrategias de inversión de las mismas. Asimismo, facilitarán periódicamente información a la CNMV sobre los principales instrumentos en los que inviertan, así como sobre los principales riesgos y concentraciones tal y como se establecerá en la normativa de desarrollo del Proyecto de Ley. Por último, dichas SGIIC deberán informar a la CNMV cuando dejen de cumplir las condiciones anteriores.

En cualquier caso, la norma aclara que estas exenciones no serán de aplicación para las SGIIC que comercialicen IIC a inversores que no sean profesionales.

## Objeto, autorización y revocación de las SGIIC

### Objeto

Junto a la gestión de las inversiones, la administración, representación y gestión de las

suscripciones y reembolsos de los fondos y las sociedades de inversión, se incluye "el control y la gestión de riesgos" como objeto social de las SGIIC.

Asimismo se incluye como actividad complementaria la "recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o varios instrumentos financieros" que únicamente se podrá realizar si la SGIIC puede asimismo gestionar discrecionalmente carteras.

### **Autorización**

El plazo de autorización de las SGIIC pasa de 6 meses a 3 meses debiendo ser dicha resolución motivada. Dicho lo anterior, el plazo inicial de 3 meses se podrá prolongar tres meses más cuando se considere necesario y se notifique previamente a las SGIIC. Asimismo la competencia para autorizar a una SGIIC pasa del Ministerio de Economía (a propuesta de la CNMV) a únicamente la CNMV.

Para conceder la autorización a una SGIIC se le exigirá la inclusión de información relativa a las políticas y prácticas remunerativas y a las disposiciones adoptadas para la delegación y subdelegación de funciones en terceros.

### **Revocación**

Al igual que ocurre en el proceso de autorización, se atribuye a la CNMV la competencia para resolver el procedimiento de revocación que antes correspondía al Ministerio de Economía a propuesta de la CNMV.

## **Gestión transfronteriza de FIA**

Se incluye un nuevo artículo para permitir a las SGIIC españolas gestionar FIA establecidos en otro Estado miembro, ya sea directamente o mediante el establecimiento de una sucursal, siempre que la SGIIC esté autorizada a gestionar ese tipo de FIA. El mismo precepto

existe para gestoras autorizadas en otro Estado miembro que quieran gestionar FIA españoles, bien directamente o mediante la apertura de una sucursal en España.

Por último, el Proyecto de Ley cierra el capítulo de gestión transfronteriza con la inclusión de un artículo que regula las condiciones aplicables para que las SGIIC puedan gestionar FIA no domiciliados en un Estado miembro y que no sean comercializados en los Estados miembros de la UE. Para ello, la SGIIC deberán cumplir dos requisitos: (i) que la SGIIC cumpla respecto de dicho FIA todos los requisitos fijados en la LIIC, salvo la obligación de nombrar un depositario y la obligación de auditar el informe anual; y (ii) que existan acuerdos de cooperación entre la CNMV y las autoridades de supervisión del Estado no miembro de la UE.

## **Régimen de comercialización de FIA**

Una de las novedades más interesantes del Proyecto de Ley es el régimen de comercialización de FIA extranjeros en España y de FIA españoles en el extranjero.

En este client briefing únicamente realizamos una valoración inicial a dicho régimen y sólo en relación a FIA abiertos. Estamos trabajando en un client briefing monotemático en esta materia que estará disponible en las próximas semanas.

En relación con FIA abiertos, con el nuevo régimen previsto en el Proyecto de Ley, en nuestra opinión, no hemos hecho muchos avances en lo que se refiere a la comercialización de FIA extranjeros en España, excepto por la posibilidad de comercializar a inversores profesionales en España, a través del pasaporte, FIA abiertos gestionados por gestores ("**GFIA**") europeos, lo cual hasta la

fecha era prácticamente imposible. Recordad que hasta la fecha la comercialización de IICs no armonizadas en España ha requerido la autorización de CNMV, la cual ha sido otorgada en contadas ocasiones.

Para el resto de los casos de FIA abiertos (FIA no europeos gestionados por GFIA europeos y FIA de cualquier jurisdicción -tanto europeos como no europeos- gestionados por GFIA no europeos), la situación prácticamente no ha variado ya que este tipo de fondos son difíciles de comercializar a inversores profesionales y minoristas en España, exigiendo la autorización y registro de los mismos en CNMV, para lo cual además, de la necesidad de continuar cumpliendo con los requisitos ya establecidos en la LIIC, esto es:

- (i) que la normativa española regule la misma categoría de IIC;
- (ii) que el FIA, o la SGIIC que actué en su nombre, esté sujeta en su Estado de origen a una normativa específica de protección de inversores semejante a la española; y
- (iii) que exista un informe favorable de la autoridad del Estado de origen del FIA,

ahora se les exigirá cumplir adicionalmente con los nuevos requerimientos establecidos en la AIFMD:

- (i) acuerdos adecuados de cooperación;
- (ii) no pertenencia a un país no cooperante según GAFI; y
- (iii) acuerdos con España para un efectivo intercambio de información en materia tributaria, incluyendo, si procede, acuerdos multilaterales en materia de impuestos.

## Obligaciones derivadas de la adquisición de participaciones significativas y del control de sociedades

La SGIIC deberá notificar a la CNMV, en el plazo máximo de 10 días hábiles, cualquier participación significativa que los FIA por ellos gestionados adquieran o transmita en sociedades no cotizadas. En el caso de que la participación sea de control, la SGIIC deberá notificarlo a la CNMV, a la sociedad no cotizada y a sus socios y proporcionarle determinada información señalada en el Proyecto de Ley. Asimismo se deberá incluir determinada información en el informe anual del FIA que adquiera el control.. Por último, se imponen limitaciones a la SGIIC, la cual no podrá durante 24 meses desde la adquisición de control en la sociedad no cotizada, realizar operaciones (ej. reducciones de capital, distribución de dividendos bajo determinadas circunstancias, adquisición o amortización de acciones propias, etc.) que impliquen un asset stripping, es decir, llevar a cabo compras especulativas de empresas con el único objetivo de venderlo posteriormente por partes.

El Proyecto de Ley exime del cumplimiento de estas obligaciones a determinadas sociedades no cotizadas (ej. pequeñas y medianas empresas ). Por otro lado señala que algunas de estas obligaciones también aplicarán a adquisiciones de control por parte de un FIA de sociedades cotizadas.

## Régimen legal de depositarios

El Proyecto de Ley incluye un nuevo régimen legal para los depositarios tanto de FIA como de UCITS, adelantándose, por lo tanto a la implementación de la Directiva UCITS V en

España en esta materia, si bien, en algunos aspectos, el régimen bajo UCITS V es más restrictivo que el que se recoge en el Proyecto de Ley. Aconsejamos al lector leer el monográfico escrito sobre este tema "Régimen legal del depositario bajo UCITS V" de abril 2014.

Bajo el Proyecto de Ley se exige que el nombramiento del depositario se haga mediante un contrato escrito. Se detallan las obligaciones de los depositarios en relación con (i) la custodia, diferenciándose entre los instrumentos financieros custodiables y la de depósito de otros activos, para los que el depositario realizará una comprobación de la propiedad y mantendrá un registro; y (ii) el control de los flujos de tesorería y el cálculo del valor liquidativo para que se realice de conformidad con la legislación aplicable y la documentación del fondo la SICAV.

Se permite la delegación de la función de depósito en terceras entidades, que a su vez, podrán subdelegarla en otros terceros si estos cumplen con determinados requisitos.

En relación con la responsabilidad de depositario, el principio general es que éstos responderán frente a los inversores de todos los perjuicios causados a los mismos por incumplimiento de sus obligaciones de manera intencionada o por negligencia, estando asimismo el depositario obligado a responder por la pérdida de dichos activos, ya sea por parte del mismo o por un tercero en quien se haya delegado dicho depósito.

En caso de pérdida, el depositario devolverá sin demora a las IIC un instrumento financiero de idénticas características o bien la cuantía correspondiente. El depositario no será responsable si puede probar que la pérdida 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.

Por último se recoge un artículo que regula la posibilidad, en el caso de pérdida de un instrumento financiero custodiado por un tercero, de transferir la responsabilidad a dicho tercero si se cumplen con determinados requisitos.

## Supervisión e inspección

Se incluye un nuevo artículo que recoge el intercambio de información por parte de CNMV a otros reguladores en relación a las consecuencias sistémicas de las actividades de los GFIA conforme a la AIFMD. Asimismo se introduce un nuevo artículo para regular el régimen de supervisión de los límites de apalancamiento y de la adecuación de los procesos de evaluación crediticia.

Se modifica el articulado de determinadas infracciones muy graves y graves y de sus sanciones, y se otorga a la CNMV la autoridad para la imposición de sanciones por infracciones muy graves, facultad que antes tenía el Ministerio de Economía a propuesta de la CNMV.

## Régimen transitorio: plazo de adaptación a la nueva normativa de las SGIIC existentes

La entrada en vigor de la ley tendrá lugar el día siguiente al de su publicación en el BOE, si bien, el siguiente régimen transitorio resultará de aplicación:

Las SGIIC autorizadas con anterioridad a la entrada en vigor de la ley deberán ir trabajando ya para cumplir con la normativa ya que deben:

- i. remitir a la CNMV, en el plazo de 3 meses a contar desde esa fecha, una

- declaración en la que manifiesten haber adaptado la entidad a las exigencias de la ley, así como, en su caso, la modificación del programa de actividades que recoja dicha adaptación,
- ii. actualizar y remitir a la CNMV, en el plazo de 12 meses a contar desde esa fecha, el resto de información que ésta debe disponer con arreglo a la ley.

La CNMV y, en su caso, el Registro Mercantil, adaptarán de oficio sus registros para recoger la modificación de los Estatutos Sociales de las

SGIIC para adaptarse a la nueva ley.

Por último, se recogen determinados supuestos en los que las SGIIC no tendrán la obligación de adaptarse a la AIFMD o su adaptación será más flexible (ej. sociedades gestoras de IIC de tipo cerrado existentes que no efectúen nuevas inversiones después de la entrada en vigor de la ley, sociedades gestoras de IIC de tipo cerrado cuyo plazo de suscripción para inversores haya expirado antes de la entrada en vigor de la ley y estén constituidas por un plazo que expire como muy tarde el 22 de julio de 2016, etc).

## Contacto

### Clifford Chance

Paseo de la Castellana, 110  
28046 Madrid  
Tel: +34 91 590 75 00

### Natalia López Condado

*Counsel, Banking & Finance*  
[Natalia.Lopez@CliffordChance.com](mailto:Natalia.Lopez@CliffordChance.com)  
Tel.: +34 91 590 94 10

### Cristina Armada

*Lawyer, Banking & Finance*  
[Cristina.Armada@CliffordChance.com](mailto:Cristina.Armada@CliffordChance.com)  
Tel.: +34 91 590 41 93

This publication does not necessarily deal with every important topic or cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

Clifford Chance, Paseo de la Castellana 110, 28046 Madrid, Spain  
© Clifford Chance 2014  
Clifford Chance S.L.

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Jakarta\* ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh ■ Rome ■ São Paulo ■ Seoul ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

\*Linda Widyati & Partners in association with Clifford Chance.