

Implementación de la AIFMD en España

Ley 22/2014 para la transposición de la Directiva de Gestores de Fondos de Inversión Alternativa

El 13 de noviembre de 2014 se publicó en el BOE la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, (la "**Ley 22/2014**") por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (la "**LIIC**"). La Ley 22/2014 transpone en España la Directiva 2011/61/UE relativa a los gestores de fondos de inversión alternativa ("**AIFMD**").

Valoración inicial

El impacto de la AIFMD en el mundo del capital riesgo español es mucho mayor que en la industria de inversión colectiva de tipo abierto, debido a que la LIIC ya regulaba numerosos de los aspectos que la AIFMD trae consigo. Asimismo, la Ley 22/2014 adelanta la aplicación de determinadas medidas reguladas en la Directiva UCITS V tales como el régimen legal de depositarios y el régimen de remuneraciones para gestores de UCITS.

A continuación destacamos los aspectos más novedosos que la Ley 22/2014 implica para ambos ámbitos.

¿Qué es un FIA?

A diferencia de otras jurisdicciones, ni el regulador español ("**CNMV**") ni la Ley 22/2014 han incluido una definición específica de Fondo de Inversión Alternativo ("**FIA**"). A nuestro juicio, todas las instituciones de inversión colectiva que no sean UCITS deberán ser calificadas como FIA. A esta categoría se deberá sumar a las entidades de capital riesgo.

Teniendo en cuenta lo anterior, entendemos que

Contenidos

- Valoración inicial
- ¿Qué es un FIA?
- Gestión de FIA
- Comercialización de FIA
- Régimen de los depositarios
- Política de remuneración
- Obligaciones de transparencia: adquisición de participaciones significativas y asset stripping
- Gestoras exceptuadas
- Plazo de adaptación a la nueva normativa

los FIA en España pueden clasificarse en las siguientes categorías:

1. Entidades de capital riesgo (constituidas como sociedades o como fondos):
 - Entidades de capital riesgo (**ECR**).

- Entidades de capital riesgo-Pyme(**ECR -Pyme**).

2. Entidades no-UCITS, ya sean:

- Entidades de inversión colectiva de carácter **cerrado** (constituidas como sociedades o como fondos) (**EICC**). Paradójicamente, en el artículo 4 de la Ley 22/2014 se define a las EICC de la misma forma que la AIFMD define a los FIA (esto es, *aquellas entidades de inversión colectiva que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad de comercialización, para su ulterior inversión con arreglo a una política definida*), si bien, el legislador español ha añadido un requisito adicional que excluye de la categoría de EICC a las entidades con un "*objetivo comercial o industrial*".

A diferencia de lo que ocurre con las ECR, la Ley 22/2014 no impone a las EICC un régimen de inversiones específico, permitiéndoles invertir en todo tipo de activos, incluso no financieros.

- Entidades de inversión colectiva de carácter **abierto** (constituidas como sociedades o como fondos) que incluye:

- IICIL e IIC de IICIL.
- IICs inmobiliarias.
- Otras IICs no-UCITS de carácter abierto distintas de las anteriores.

3. Otros FIA:

- Fondos de Capital Riesgo Europeos regulados por el Reglamento (UE) n.º 345/2013, de 17 de abril de 2013.
- Fondos de Emprendimiento Social Europeo regulados por el Reglamento (UE) n.º 346/2013, de 17 de abril de 2013.

La gestión de los anteriores FIA se llevará a cabo, bien por Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Colectiva de tipo cerrado (**SGEIC**) que sustituyen a todos los efectos a las sociedades gestoras de ECR para los vehículos de carácter cerrado, bien por Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (**SGIIC**) para vehículos de carácter abierto.

| TIPO DE FIA EN ESPAÑA | TIPO DE SOCIEDAD GESTORA | NORMATIVA |
|---|--------------------------|-------------|
| Entidades de Capital Riesgo <ul style="list-style-type: none"> • ECR • ECR-Pymes | SGEIC | LECR |
| IIC no- UCITS <ul style="list-style-type: none"> • De carácter cerrado: EICC • De carácter abierto: <ul style="list-style-type: none"> ➢ IICIL e IICIL ➢ IIC inmobiliarias ➢ Otras IIC no-UCITS abiertas | SGEIC | LECR |
| Otros FIA <ul style="list-style-type: none"> • Fondos de Capital Riesgo Europeos • Fondos de Emprendimiento Social Europeo | SGEIC | LECR |

Gestión de FIA

Las SGIIC/SGEIC españolas podrán gestionar FIA establecidos en otro Estado miembro, ya sea directamente o mediante el establecimiento de una sucursal, siempre que la SGIIC/SGEIC esté autorizada a gestionar en España ese tipo de FIA. El mismo precepto existe para gestoras autorizadas en otro Estado miembro que quieran gestionar FIA españoles, bien mediante la apertura de una sucursal en España, o en libre prestación de servicios. En este último caso, la gestora deberá designar a un representante con residencia fiscal en España para que le represente a efectos de las obligaciones tributarias que deban cumplir.

Asimismo las SGIIC/SGEIC españolas podrán gestionar FIA no domiciliados en un Estado miembro y que no sean comercializados en los Estados miembros de la UE siempre que (i) la SGIIC/SGEIC cumpla respecto de dicho FIA todos los requisitos fijados en la LIIC/Ley 22/2014, salvo la obligación de nombrar un depositario y la obligación de auditar el informe anual; y (ii) existan acuerdos de cooperación entre la CNMV y las autoridades de supervisión del Estado no miembro de la UE.

Comercialización de FIA

Comercialización en España de FIA españoles

La LIIC mantiene la definición de comercialización ya existente y la misma se incluye por primera vez en la Ley 22/2014 para los FIA comprendidos en su ámbito de aplicación, recogiendo un régimen específico para la comercialización de acciones o participaciones de las ECR y EICC españolas mediante actividad publicitaria. La Ley 22/2014 señala que estas entidades se comercializarán exclusivamente, a cualquiera de los siguientes

colectivos: (a) inversores considerados clientes profesionales tal y como están definidos en la Ley del Mercado de Valores; (b) inversores minoristas que se comprometan a invertir como mínimo 100.000 euros y que declaren por escrito, en un documento distinto del contrato relativo al compromiso de inversión, que son conscientes de los riesgos ligados a dicho compromiso; (c) inversores minoristas que sean administradores, directivos o empleados de ECR autogestionadas o de las SGEIC (respecto a la propia ECR en el primer caso y respecto a las ECR gestionadas o asesoradas por la SGEIC, en el segundo caso); (d) inversores minoristas que inviertan en ECR cotizadas en bolsas de valores y (e) aquellos inversores minoristas que justifiquen disponer de experiencia en la inversión, gestión o asesoramiento en ECR similares a aquella(s) en la(s) que pretende(n) invertir.

Es interesante analizar un apartado que ha pasado desapercibido pero que señala que las acciones o participaciones de las ECR y EICC podrán suscribirse por parte de inversores minoristas siempre que cumplan con los requisitos de la inversión mínima de 100.000 euros y con la declaración de asunción de riesgos. Parece deducirse que en régimen de comercialización pasiva los inversores minoristas únicamente podrán invertir en dichos vehículos si cumplen con estos requisitos.

Comercialización transfronteriza

Tanto en la LIIC como en la Ley 22/2014 se regula la comercialización de FIA españoles en el extranjero y viceversa, es decir, de FIA extranjeros en España.

En relación con la comercialización de FIA españoles en el extranjero, ésta será posible a través de un sencillo pasaporte cuando se dirija a inversores profesionales en la UE. La comercialización de FIA españoles fuera de la UE no está regulada ni en la LIIC ni en la Ley

22/2014, por lo que se deberá esperar a un posterior desarrollo normativo.

En relación con la comercialización de FIA extranjeros en España, tanto la LIIC como la Ley 22/2014 regulan la comercialización de FIA de la UE gestionados por gestores de la UE a inversores profesionales en España a través de pasaporte, lo cual hasta la fecha, en relación con los fondos abiertos alternativos, era prácticamente imposible. Los fondos cerrados, recordemos, sí se venían comercializando a través del régimen de colocaciones privadas.

Para el resto de casos, es decir, la comercialización en España de: (i) FIA no-UE gestionados por gestores UE y (ii) FIA de cualquier jurisdicción (tanto europeos como no europeos) gestionados por gestores no-UE, tanto la LIIC como la Ley 22/2014 exigen la autorización y registro de los mismos en la CNMV, resultando necesario el cumplimiento de los siguientes nuevos requerimientos establecidos en la AIFMD:

- (i) Que existan acuerdos adecuados de cooperación;
- (ii) La no pertenencia del FIA/Gestor a un país no cooperante según GAFI; y
- (iii) Que existan acuerdos con España para un efectivo intercambio de información en materia tributaria, incluyendo, si procede, acuerdos multilaterales en materia de impuestos (exigible para el caso de comercialización de FIA no-UE gestionados por gestores de la UE).

Adicionalmente, para la comercialización en España de FIA abiertos a inversores profesionales y minoristas y de FIA cerrados a inversores minoristas, se exige además la necesidad de continuar cumpliendo con los requisitos ya establecidos anteriormente en nuestra normativa de IIC, esto es: (i) que la normativa española regule la misma categoría de FIA; (ii) que el FIA, o el gestor que actué en su nombre, esté sujeto 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/Gestor en relación con sus actividades.

Hasta la fecha, la CNMV ha venido aplicando estos requisitos de modo muy restrictivo dificultando la comercialización de fondos abiertos en España. Tendremos que esperar a ver si la CNMV sigue con el mismo criterio o suaviza su aplicación para facilitar la comercialización de estos FIA en España.

Régimen de los depositarios

Como principio general todos los FIA deberán tener un solo depositario cuyo nombramiento se materializará mediante un contrato escrito.

Si bien este requisito ha existido tradicionalmente para la industria española de la inversión colectiva de tipo abierto en el que todas las IICs abiertas debían nombrar un depositario (salvo las sociedades de inversión inmobiliaria, que ahora sí deberán también designar uno a menos que la SGIIC esté exceptuada), la obligación de tener un depositario es un requisito nuevo para las ECR y EICC, que hasta la entrada en vigor de la Ley 22/2014 no tenían por qué designarlo imponiéndose ahora a las SGEIC (no exceptuadas) designar a uno para cada ECR o EICC que gestionen. En cualquier caso, la Ley 22/2014 se remite a la LIIC en lo relativo al régimen jurídico y de responsabilidad de los depositarios.

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

En relación con la responsabilidad del 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. En caso de pérdida de los activos custodiados, el depositario deberá devolver 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, para los depositarios de FIA se establece la posibilidad de que en el caso de pérdida de un instrumento financiero custodiado por un tercero, se pueda transferir la responsabilidad contractualmente a dicho tercero si se cumplen con determinados requisitos.

Se ha de tener en cuenta que el nuevo régimen legal para los depositarios recogido en la LIIC es de aplicación tanto a depositarios de FIA como de UCITS (con algunas matizaciones), adelantándose por lo tanto la implementación de la Directiva UCITS V en España en esta materia.

Política de remuneración

Tanto las SGEIC como las SGIIC (estas últimas tanto de FIA como de UCITS) deberán establecer para sus altos directivos, responsables de riesgos y control y, en general, cualesquiera empleados cuyas actividades profesionales tengan una incidencia significativa en el perfil de riesgo de las entidades de inversión que gestionan, unas políticas y procedimientos remunerativos que sean acordes con una gestión racional y eficaz de los riesgos y que eviten la toma de riesgos que no se ajusten a los perfiles de riesgo o al reglamento o a los documentos constitutivos de las entidades de inversión que gestionan.

Una vez más la LIIC adelanta la implementación de la Directiva UCITS V en España en esta

materia, aplicándose por tanto la política remunerativa a SGIIC no sólo de FIA sino también de UCITS.

Obligaciones de transparencia: adquisición de participaciones significativas y *asset stripping*

Las SGIIC y SGEIC deberán notificar a la CNMV, en el plazo máximo de 10 días hábiles, cualquier participación significativa (10, 20, 30, 50 o 75 por ciento) que los FIA por ellos gestionados adquieran o transmitan en sociedades no cotizadas.

En el caso de que la participación sea de control, la SGIIC/SGEIC deberá notificarlo a la CNMV, a la sociedad no cotizada (solicitando que se informe a los representantes legales de los trabajadores) y a los socios de aquella y proporcionarles determinada información señalada en la Ley 22/2014. Asimismo se deberá incluir determinada información relativa a la sociedad no cotizada en el informe anual del FIA que adquiera el control.

Por último, y durante 24 meses desde la adquisición de control en una sociedad no cotizada, se imponen limitaciones a las SGIIC y a las SGEIC tales como reducciones de capital, adquisición o amortización de acciones propias o distribución de dividendos bajo determinadas circunstancias, todas ellas encaminadas a evitar repartos especulativos de los activos de la empresa no cotizada en cuestión (*asset stripping*).

Se exige el cumplimiento de estas obligaciones cuando el objeto de la adquisición de la participación significativa o de la toma de control son pequeñas y medianas empresas. Por otro lado, algunas de estas obligaciones también aplican a adquisiciones de control en sociedades cotizadas.

Gestoras exceptuadas

Quedan exceptuadas de las obligaciones mencionadas anteriormente, las SGIIC/SGIEC cuyos activos bajo gestión sean inferiores a 100 millones de euros (incluidos activos adquiridos mediante recurso al apalancamiento) o sean inferiores a 500 millones de euros (siempre que los FIA gestionados no estén apalancados y no ofrezcan reembolsos ejercitables durante los 5 años siguientes a la fecha de inversión inicial).

Las únicas obligaciones de estas gestoras exceptuadas serán (i) informar a la CNMV de los FIA que gestionen y proporcionarle información sobre las estrategias de inversión; (ii) facilitar periódicamente información a la CNMV sobre los principales instrumentos en los que inviertan así como sobre los principales riesgos y concentraciones, y (iii) para las SGIEC, poner a disposición de los inversores determinada información sobre los FIA que gestionen y someter los documentos contables a auditoría de cuentas presentándolos a la CNMV dentro de los 6 primeros meses de cada ejercicio. Entendemos que estos últimos requisitos se exigen igualmente para las SGIIC de acuerdo con la LIIC.

Las SGIIC/SGEIC exceptuadas deberán informar a la CNMV cuando dejen de cumplir las condiciones anteriores por superar los umbrales mencionados.

En cualquier caso, no se podrán beneficiar de esta excepción las SGIIC/SGEIC que comercialicen FIA a inversores no profesionales en aras de la protección del inversor minorista, exigiendo en dicho caso a estos gestores el cumplimiento de la totalidad de los requisitos.

Por último, señalar que las gestoras exceptuadas podrán someterse voluntariamente al régimen general comunicando dicha circunstancia a la CNMV a fin de beneficiarse de las prerrogativas propias de las gestoras con sometimiento pleno a las obligaciones antes descritas.

Plazo de adaptación a la nueva normativa

La Ley 22/2014 entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el BOE, es decir, el 14 de noviembre de 2014.

Las SGEIC ya autorizadas se han transformado automáticamente en SGEIC a su entrada en vigor, sin necesidad de autorización y por tanto deben utilizar desde ese momento las siglas «SGEIC». Tanto la CNMV como el Registro Mercantil, adaptarán de oficio sus registros para recoger esta circunstancia.

En la tabla siguiente se recogen los plazos y las obligaciones de las sociedades gestoras de FIA en España, con el fin de dar cumplimiento a lo señalado en la nueva Ley 22/2014.

| Tipo de sociedad gestora | Obligación | Plazo |
|--|--|--|
| <i>Sociedades gestoras de ECR (SGEGR); y Sociedades gestoras de IICs abiertas no armonizadas (SGIIC)</i> | Remisión a la CNMV de una declaración en la que manifiesten haber adaptado la entidad a las exigencias de la Ley 22/2014; y En su caso, modificación del programa de actividades que recoja dicha adaptación. | 3 meses desde la entrada en vigor: 14 de febrero de 2015 |
| <i>Sociedades gestoras de UCITS (SGIIC)</i> | Remisión a la CNMV de una declaración en la que manifiesten haber adoptado todas las medidas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la Ley 22/2014 que modifica la LIIC. Comunicación a la CNMV de las modificaciones de estatutos sociales y de programa de actividades, en su caso, necesarios para esta adaptación. | 6 meses desde la entrada en vigor: 14 de mayo de 2015 |
| <i>Todas las sociedades gestoras</i> | Remisión a la CNMV y actualización del resto de información de la que ésta debe disponer con arreglo a la Ley 22/2014 que modifica la LIIC. | 12 meses desde la entrada en vigor: 14 de noviembre de 2015 |

Contacto

Clifford Chance

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

Javier Amantegui

Socio, Corporate

Javier.Amantegui@CliffordChance.com

Natalia López Condado

Counsel, Banking & Finance

Natalia.Lopez@CliffordChance.com

Ana Torres

Lawyer, Corporate

Ana.Torres@CliffordChance.com

Thais Garcia

Lawyer, Corporate

Thais.Garcia@CliffordChance.com

Cristina Armada

Lawyer, Banking & Finance

Cristina.Armada@CliffordChance.com

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

Clifford Chance, Paseo de la Castellana 110, 28046 Madrid, Spain
© Clifford Chance 2015
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.