

## UNIÓN EUROPEA

### LA DIRECTIVA AIFMD Y SU TRANSPOSICIÓN EN ESPAÑA

#### La Directiva AIFMD y su transposición en España

*La Directiva de Gestión de Fondos Alternativos, más conocida por su terminología en inglés AIFMD (Alternative Investment Managers Directive), surge ante la necesidad de crear un marco homogéneo y armonizado tanto para los fondos de inversión como para otros vehículos de inversión a largo plazo. En este artículo se tratarán de resumir, de forma sintética y con la intención de ofrecer un panorama global, tanto sus principales implicaciones como los mecanismos de transposición en España y las implicaciones que tendrán en el ámbito de las instituciones de inversión colectiva abiertas y en el de las instituciones de inversión colectiva cerradas (cuyo exponente más destacado son, hasta el momento, las entidades de capital riesgo).*

Desde la publicación, el 14 de julio de 2005, del *green paper* de la Comisión Europea sobre la necesidad de crear un marco homogéneo y armonizado tanto para los fondos de inversión como para otros vehículos de inversión a largo plazo, se han formado numerosos grupos de expertos cuya función ha sido definir la mejor forma de crear dicho marco regulatorio.

No podemos perder de vista el ejemplo de la Directiva UCITS, que ha conseguido crear una marca de «calidad» que sea referencia tanto en el mercado interior como a nivel mundial, puesto que esta será, en gran parte, la inspiración de toda la reforma, junto con la Directiva MiFID que hace lo equivalente en lo relativo al modo de prestación de los servicios y a las condiciones de transparencia de cara al inversor.

Por ello, el mayor énfasis se ha puesto (i) en la simplificación de los procedimientos de autorización y notificación para impedir que, como suele ocurrir en la mayoría de los casos, una burocracia excesiva frustrase el ambicioso proyecto tal y como había sido concebido y (ii) en el aumento de los mecanismos de control, tanto en lo relativo a la gestión (incrementando los controles de riesgos, de apalancamiento y de liquidez) como en la supervisión (incrementando las labores y nivel de responsabilidad del depositario), en línea con lo que ya venía apuntando la Directiva UCITS IV.

La culminación del proceso de elaboración parlamentaria llegó a su fin el 8 de junio de 2011, fecha en la que se produjo la sanción de la Directiva 2011/61/UE relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos («AIFMD» en terminología anglosajona), que entró en vigor el 21 de julio del

#### Implementing AIFMD in Spain

*The Alternative Investment Managers Directive, more familiarly referred to as AIFMD, arose from the need to create a homogeneous and harmonised framework, for both hedge funds and other long term investment vehicles. The present article seeks to summarize, briefly and with the intention to provide a global overview, the major issues of this Directive as well as the mechanisms for its transposing in Spain and their implications, both within open-ended collective investment institutions and closed-ended collective investment institutions (most notably exemplified, so far, by private equity companies).*

mismo año de su publicación. Paradójicamente a lo que cabría esperar, la AIFMD se centra en la regulación de los gestores de los fondos de inversión alternativa («AIFM»), que no de los fondos de inversión alternativa per se («FIA»), y en los requisitos con los que han de cumplir con el fin de garantizar que, consecuentemente, los FIA cuenten con los mecanismos de control que son necesarios para proteger tanto a los mercados como a los inversores finales.

Como es bien conocido, las directivas, si bien nacen con el propósito de establecer unas bases de actuación y un marco más o menos uniforme que sea aplicable a todos los Estados miembros, no son directamente aplicables y requieren de un acto posterior de transposición que ha de realizarse en cada uno de los Estados miembros en el plazo que, a tal efecto, se haya fijado en la propia directiva.

En línea con lo anterior, el pasado día 16 de mayo de 2013, el Ministerio de Economía y Competitividad publicó dos esperados anteproyectos de ley, borradores muy preliminares de las futuras normas de transposición de la AIFMD.

A pesar de dicha iniciativa, las autoridades relevantes ya dan por descontada la imposibilidad de que España llegue a tiempo a la transposición de la AIFMD, que ha de tener lugar antes del 22 de julio del 2013, por ello, la CNMV —con el fin de paliar, al menos ligeramente, la incertidumbre existente— ha publicado, con fecha 18 de julio de 2013, una Comunicación dirigida a las SGIICs y a las SGEIC mediante la cual se establecen una serie de criterios de actuación que permitirán no solo la libertad de establecimiento y gestión transfronteriza, en el marco del pasaporte comunitario, sino también dar los

criterios mínimos para que tanto las SGIIC como las SGEIC puedan ir adaptándose a la AIFMD para ir adelantando tiempo, ya que parece que el plazo de adaptación establecido hasta el 22 de julio de 2014 se mantiene inalterable.

La transposición apunta a que seguirá un esquema dual y prevé distinguir dos grandes bloques: (i) las instituciones de inversión colectiva («IIC») de tipo abierto (que permiten que el inversor solicite el reembolso en cualquier momento o en plazos reducidos de tiempo) y que no gozan del carácter de IICs armonizadas bajo la Directiva UCITS, y (ii) las instituciones de inversión colectiva de tipo cerrado (en las que el inversor suscribe un compromiso irrevocable por el que no puede reembolsar hasta pasado un plazo).

En relación con el primer caso, la regulación en España no parecía tener muchos problemas, por cuanto la propia Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva (norma nacional con la que se transpuso en su día la Directiva UCITS) ya dio cabida a aquellas instituciones de inversión colectiva que, sin operar bajo la marca UCITS, servían al mismo propósito de canalizar las inversiones de una pluralidad de inversores con base en una política de inversión común y en busca de la rentabilidad colectiva. Por tanto, con una simple modificación de dicha normativa resulta posible trasponer la norma comunitaria (el «Anteproyecto IIC»).

No obstante, en el segundo supuesto, el que atañe a los fondos de inversión cerrados, la regulación sí que va a suponer una gran reforma, ya que estos fondos no contaban con una regulación única y se tenían que aplicar, en función de la naturaleza inversora del producto o de su catalogación, diferentes normas. La única entidad que tiene una regulación integral dentro de esta categoría son las entidades de capital riesgo («ECR»), que sí cuentan con una ley específica (Ley 25/2005, de Entidades de Capital Riesgo o «LECR»). El resto de entidades de tipo cerrado están sometidas al régimen legal aplicable a los valores en general, contenido en la Ley del Mercado de Valores («LMV»).

Desde un punto de vista práctico, la gran diferencia que sentirá el mercado con la transposición será la posibilidad de gestionar y de comercializar fondos de inversión alternativa, de tipo abierto y cerrado (sometido a las restricciones que contaremos a continuación), libremente en toda la UE, mediante un sencillo proceso de «pasaporte comunitario» gestionado ante las autoridades reguladoras del Estado de origen.

A continuación detallaremos de forma breve el nuevo panorama con el que contará, a todos los efectos, la inversión colectiva en España como resultado de la transposición de la AIFMD. No obstante, obviaremos la regulación aplicable a los UCITS por no ser esta la sede adecuada para su tratamiento.

### Regulación de las instituciones de inversión colectiva de tipo abierto

Como ya se ha mencionado, solo será necesario, en este extremo, llevar a cabo la adaptación de la LIIC con el fin de dar cabida en su articulado al régimen de comercialización de los FIA no armonizados (i. e., fondos de inversión inmobiliaria o *hedge funds*, entre otros), así como la ampliación de la regulación de la actividad transfronteriza de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva («SGIIC»). Los FIA, con independencia de su catalogación como fondos abiertos o cerrados, podrán ser gestionados por SGIIC, las cuales deberán adaptarse a los nuevos requisitos que para dicho fin establece la AIFMD antes del 22 de julio de 2014 (aunque no parece que el mecanismo de adaptación vaya a ser muy traumático).

La AIFMD y el Anteproyecto IIC han establecido que los FIA gozarán de un régimen de comercialización transfronteriza bastante simple, inspirado —como ya habíamos apuntado— en la Directiva UCITS, cuando vayan dirigidos a inversores profesionales. Del mismo modo, cuando se dirijan al mismo colectivo, la comercialización de FIA de terceros también será posible mediante un procedimiento de autorización, aunque un poco más farfarroso que el aplicable para los fondos de la Unión.

Por otro lado, en el caso de comercialización a inversores minoristas, la propia directiva deja a la libre elección de los propios Estados la decisión sobre cómo transponer esta materia. España, en particular y a diferencia de la alternativa que están tomando otros Estados miembros, parece haber optado por permitir este extremo, si bien sometiéndolo a un proceso de autorización minucioso y tendente a garantizar la protección de los inversores.

### FIA de la UE gestionados por sociedades gestoras de la UE y comercializados a inversores profesionales

Como se mencionaba anteriormente, este tipo de vehículos de inversión contará con el sistema de registro automático o pasaporte comunitario. Este

procedimiento consiste en una notificación dirigida a la CNMV efectuada en formato normalizado por el organismo supervisor del Estado miembro de origen de la entidad.

Está previsto que el escrito de notificación y la certificación del regulador de origen puedan presentarse en inglés. Una vez que la CNMV haya recibido toda la información, incluirá a la entidad en sus registros y no podrá exigir ningún requisito adicional para su comercialización a profesionales en España.

#### **FIA autorizados fuera de la UE (gestionados por sociedades gestoras de la UE o no) y comercializados a inversores profesionales**

La comercialización de este tipo de entidades está condicionada al seguimiento de un procedimiento de autorización previa bastante más complejo, debido al elemento extracomunitario.

Por una parte, deberá comprobarse que la normativa española regula la misma categoría de IIC a la que pertenece el FIA extranjero y que este está sujeto en su Estado de origen a una normativa específica de protección de los intereses de los accionistas semejante a la española.

Por otra parte, deberá recabarse un informe favorable de la autoridad supervisora del Estado de origen del FIA. Deberá existir también un acuerdo adecuado de cooperación e intercambio de información entre las autoridades competentes del Estado de origen de la sociedad gestora y las autoridades de supervisión del tercer país en el que está establecido el FIA de fuera de la UE. Ninguno de ellos podrá figurar en la lista de países y territorios no cooperantes establecida por el Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI).

Además, la autorización no es automática como en el caso anterior, sino que depende del criterio de la CNMV, que puede denegarla en todo caso por motivos prudenciales. Una vez la autorización esté inscrita, la entidad deberá asegurar medidas para facilitar la compra o reembolso de sus participaciones y la adecuada información de sus inversores.

#### **Comercialización a minoristas**

Dentro del ámbito de opción que le concedía la directiva, el legislador español ha decidido que los FIA que se pretendan comercializar a inversores

minoristas en España deberán superar un proceso de autorización similar, e incluso más complejo, que el anteriormente referido para fondos extracomunitarios, aunque estén gestionados conforme a la Directiva GFIA. Es evidente la voluntad de la norma de tomar todas las cautelas necesarias para la protección de este tipo de clientes, teniendo muy en cuenta la especial sensibilización de la sociedad con los productos financieros complejos en los tiempos actuales.

#### **Actuación transfronteriza de FIA y SGIIC**

Las SGIIC españolas adaptadas a la AIFMD tendrán libertad para, a través de un mero procedimiento de notificación (que parte de su regulador de origen y llega, en inglés, a su regulador de destino), llevar a cabo tanto la comercialización a inversores profesionales como la gestión deslocalizada de los FIA (esperamos que esta medida sirva como elemento dinamizador de un auténtico mercado común de gestión, pues hasta ahora no parecía que se hubiese desarrollado tanto como se esperaba con la aprobación de la Directiva UCITS).

Cualquier modificación en las condiciones del acceso a la libre prestación deberá tramitarse con un expediente ante la propia CNMV, quien velará porque dichos cambios no supongan que la SGIIC deje de cumplir con las normas de la Directiva GFIA.

Del mismo modo que las SGIIC españolas podrán salir al exterior, las pertenecientes a otros Estados miembros, que cumplan con la AIFMD, podrán llevar a cabo la libre prestación de servicios en España, bien sea mediante el establecimiento de una sucursal o en libre prestación de servicios (para lo que tendrán que nombrar un representante a efectos fiscales), tan pronto como la CNMV reciba la correspondiente notificación del regulador de origen de la SGIIC.

Con el objetivo de remover, en la medida de lo posible, cualquier barrera u obstáculo a la libertad de establecimiento en la Unión Europea, se tratan de reducir los trámites y los plazos para que el establecimiento y la prestación de servicios, *cross-border*, en el seno de la Unión Europea sean una realidad.

#### **Requisitos de las instituciones de inversión colectiva de tipo cerrado**

Como ya hemos anticipado, es en el ámbito de las instituciones de inversión colectiva de tipo cerra-

do donde se produce, al menos en lo referente a España, la verdadera reforma. Por motivos de claridad, y para una mejor comprensión de las implicaciones de la reforma, hemos de aclarar la regulación, a día de hoy vigente, para estos vehículos de inversión.

La única categoría de tipo cerrado que existe con regulación específica es la formada por las entidades de capital riesgo («ECR»), que están reguladas por la Ley 25/2005, de Entidades de Capital Riesgo (ley que, según la propuesta de Anteproyecto ECROSI, será reemplazada una vez la transposición de la AIFMD haya culminado). Cualquier otra entidad que pudiera identificarse como un organismo de inversión de tipo cerrado carece de un marco de regulación propia y es reconducida a los mecanismos que, para los valores, se establecen en la Ley del Mercado de Valores.

No obstante, la ambición que tiene el legislador nacional es la de dotar de regulación a todos los vehículos de inversión (salvo aquellos destinados a un único inversor) que no puedan ser catalogados como abiertos ni que tampoco operen bajo la marca UCITS. Para ello, ha presentado el Anteproyecto de lo que será la Ley de Entidades de Capital Riesgo y Otras Sociedades de Inversión («LECROSI»), cuyas características principales serán las que se detallan a continuación.

A pesar de que la LECROSI sustituirá completamente a la Ley 25/2005 y dará cabida en su articulado a una nueva figura denominada *otras sociedades de inversión* («OSI»), ello no significa que las entidades de capital riesgo, tal y como eran reguladas, tiendan a la desaparición, sino que, más bien, habrán de ir adaptándose paulatinamente al nuevo marco regulatorio.

En línea con los cambios operados en la tipología de las entidades de capital riesgo, las cuales a partir de ahora pasarán a denominarse entidades de inversión cerradas («EIC»), puesto que abarcan más categorías que las históricamente conocidas como de «capital riesgo», las hasta ahora denominadas SGEIC (sociedades gestoras de entidades de capital riesgo) se transformarán de forma automática en gestoras tanto de ECR como de OSI, y cambiarán en consecuencia su denominación a SGEIC (sociedades gestoras de entidades de inversión cerradas). El límite previsto para la adaptación a la nueva normativa por parte de las SGEIC es el 22 de julio de 2014 (aunque habrá que ver si dicho plazo se alarga ante la falta de transposición, en tiempo y forma, de la AIFMD).

En esta ley se sigue el mismo hilo conductor en lo que atañe a la comercialización de AIF (motivo por el cual nos referimos a lo dispuesto al efecto en el apartado correspondiente anterior) y al control de la gestión y supervisión, siendo por tanto las SGIEC, junto con el depositario, los grandes protagonistas de la LECROSI, los cuales se asimilan cada vez más al régimen establecido para los actores equivalentes en el panorama UCITS.

Sin ánimo exhaustivo, citaremos algunos de los cambios previstos en la normativa actual de capital riesgo, que no necesariamente responden a la transposición de la Directiva GFIA, sino a una voluntad de adaptar la regulación a las necesidades del sector. No podemos olvidar que, a pesar de que la AIFMD establece unas directrices comunes, ello no obsta para que los Estados miembros, sin legislar en contra de lo dispuesto por la directiva, establezcan una regulación más expansiva en determinados aspectos.

Como uno de los cambios fundamentales de la LECROSI, hemos de citar la eliminación de las categorías de ECR de régimen simplificado y común, puesto que las ECR de régimen simplificado se habían convertido en uno de los vehículos de capital riesgo con más éxito en el panorama español (debido a la simplicidad de su tramitación), haciendo ahora necesario que todas y cada una de las entidades de inversión cerradas hayan de contar con un folleto.

Por otro lado, se crea la nueva categoría «entidades de capital-riesgo pyme», que deberán invertir como mínimo el 70% de su activo computable en empresas que (i) no estén admitidas a cotización, (ii) tengan menos de 250 empleados, (iii) su activo anual no supere los 34 millones de euros o su volumen de negocios anual no supere los 50 millones de euros, (iv) no sean IIC, (v) no sean empresas financieras o inmobiliarias, y (vi) estén establecidas en la UE o terceros países que no figuren en la lista negra del GAFI. Asimismo, será necesario que la entidad proporcione asesoramiento a sus empresas participadas y que en ningún caso llegue a tomar el control de ninguna de ellas.

También se introducen, como gran novedad, las OSI, que son configuradas como una categoría residual de entidades con forma jurídica societaria gestionadas conforme a la Directiva GFIA, cuyo objeto social consista en obtener capital de una serie de inversores para invertirlo en su beneficio, con arreglo a una política de inversión definida, siempre y cuando no recaigan en el ámbito de aplicación de la LIIC ni sean ECR conforme a la LECROSI, por lo

que —como ya se puede intuir— capturarán en su ámbito de aplicación a una gran pluralidad de vehículos de inversión que, hoy día, no cuentan con ningún tipo de regulación y desarrollan sus actividades al margen de la regulación.

Su regulación básica será la que les corresponda de acuerdo con la Ley de Sociedades de Capital, si bien su política de inversiones y la posibilidad de delegar la gestión de su cartera a una SGEIC deberán figurar en sus estatutos. En cuanto a las normas relativas a su gestión y a la información a inversores, son por lo general aplicables las de la LECROSI en los mismos términos que a las ECR.

La figura de las OSI no es objeto de un mayor desarrollo normativo en la LECROSI, que las deja como una categoría residual para las entidades que no se ajusten a las categorías de ECR habituales, y también con la intención de dar cabida a la comercialización de aquellos FIA comunitarios cerrados que no tenían una categoría análoga en nuestro ordenamiento. Es de esperar que una mayor concreción normativa y la propia práctica privada den el impulso necesario a esta nueva figura en el mercado español.

Finalmente, la LECROSI reconoce expresamente el régimen de los fondos de capital riesgo europeos

(FCRE) y los fondos de emprendimiento social europeos (FESE), remitiéndose expresamente a su regulación en los reglamentos UE 345/2013 y 346/2013, de 17 de abril, respectivamente, que, como normas directamente aplicables, no han requerido especificación en la norma española.

### Conclusión

A pesar de que aún estamos a la espera de ver la forma final que tomarán dichas iniciativas parlamentarias, ya podemos anticipar que la línea seguida es la de permitir que no solo de forma virtual, sino también real, se produzca una simplificación de los procedimientos aplicables y una eliminación de las barreras con el único fin de lograr, al igual que ha ocurrido en el escenario UCITS, un marco único y homogéneo que devuelva la confianza a los mercados y a los inversores, y que, al mismo tiempo, permita incrementar la eficiencia tanto con la deslocalización de las gestoras como con la reducción de los trámites burocráticos en pro del mercado común y de la seguridad y transparencia del tráfico jurídico.

ANA GARCÍA RODRÍGUEZ\*

---

\* Abogada del Área de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).