LA NUEVA REGULACIÓN DE IIC, ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO Y OTROS TIPOS DE ENTIDADES DE INVERSIÓN DE TIPO CERRADO EN LA LEY 22/2014

La nueva regulación de IIC, entidades de capital riesgo y otros tipos de entidades de inversión de tipo cerrado en la Ley 22/2014

El pasado 12 de noviembre de 2014 se publicó en el BOE la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, 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 «Ley 22/2014»), que transpone la Directiva 2011/61/UE de Gestión de Fondos Alternativos (AIFMD). La Ley 22/2014 regula por vez primera en España a las entidades que gestionan los vehículos de inversión alternativa y su comercialización y adapta el régimen de las entidades de capital riesgo a la citada normativa comunitaria.

New Regulations on Collective Investment Schemes, Venture Capital Entities and Other Types of Closed Investment Schemes in Law 22/2014

On 12 November 2014, the Official State Gazette published Law 22/2014 of 12 November on venture capital entities, other closed-ended collective investment schemes and their management companies and amending Law 35/2003 of 4 November on collective investment schemes ("Law 22/2014"), which implements Alternative Investment Fund Managers Directive 2011/61/EU (the AIFMD). Law 22/2014 regulates, for the first time in Spain, alternative investment fund managers and their marketing and adapts the legal framework of venture capital vehicles to the AIFMD.

Palabras clave

AIFMD, capital riesgo, fondos de inversión alternativa, instituciones de inversión colectiva, entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

Key words

AIFMD; venture capital; alternative investment funds; collective investment schemes; closed-ended collective investment schemes.

Fecha de recepción: 15-1-2015 *Fecha de aceptación: 2-2-2015*

INTRODUCCIÓN

Hace ya más de tres años que se aprobó 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 (más conocida por sus siglas en inglés, *Alternative Investment Funds Managers Directive*, «*AIFMD*»). La única regulación armonizada existente hasta la aprobación de la AIFMD en materia de inversión colectiva era la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de julio de 2009 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (más conocida también por sus siglas en inglés, *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive*, «*Directiva UCITS*»), con sus sucesivas modificaciones.

La Directiva UCITS ha homogeneizado a nivel comunitario un sólido marco legal para la gestión y comercialización de productos de inversión dirigidos fundamentalmente a inversores no profesionales (o minoristas) debido a la especial protección que ésta ofrece. Sin embargo, no existía hasta la aprobación de la AIFMD ningún otro marco normativo comunitario aplicable a todos aquellos productos no UCITS dirigidos a inversores profesionales o más sofisticados con poder adquisitivo, los cuales estaban regulados únicamente a nivel nacional por cada uno de los Estados miembros de la Unión Europea.

DEFINICIÓN DE FIA

En este contexto surgen la AIFMD y la Ley 22/2014 que la transpone. Ambas regulan, por una parte, las entidades que gestionan los denominados fondos de inversión alternativa («*FIA*») y, por otra, la comercialización transfronteriza de los FIA.

Aunque ni la AIFMD ni la Ley 22/2014 regulan el funcionamiento de los FIA (salvo por lo que respecta a los fondos de inversión libre), sí que los definen, lo cual es esencial para determinar qué tipos de vehículos caen dentro de su ámbito de aplicación.

De acuerdo con la definición contenida en ambas normas, un FIA es todo organismo de inversión colectiva 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 la Directiva UCITS.

Según esta definición, antes de la aprobación de la Ley 22/2014, los organismos de inversión suscepti-

bles de ser considerados como FIA en España eran (i) todas las instituciones de inversión colectiva («*IIC*») no UCITS (unas y otras se regulaban por la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva («*LIIC*»)), (ii) las entidades de capital riesgo (anteriormente reguladas por la Ley 25/2005, de Entidades de Capital Riesgo («*LECR*»)) y (iii) cualquier otro vehículo distinto de los anteriores que tuviera como objeto el contenido en la definición de FIA (hasta ahora carentes de regulación alguna y sujetos principalmente en cuanto a su comercialización al régimen de oferta pública o privada aplicable a los valores en general contenido en la Ley 24/1988, del Mercado de Valores).

Con más de un año de retraso, el pasado 12 de noviembre de 2014, España transpuso la AIFMD mediante la aprobación de la Ley 22/2014. Ésta, por un lado, modifica la LIIC con objeto de adaptar el régimen de comercialización de FIA y el de las sociedades gestoras de IIC («*SGIIC*») a la AIFMD, así como a la recientemente aprobada Directiva UCITS V en algunos aspectos (como el régimen de depositario y las políticas de retribuciones), y, por otro lado, establece el nuevo marco legal aplicable a las entidades de capital riesgo, derogando la LECR, y regula *ex novo* el régimen jurídico de las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

LA REFORMA DEL RÉGIMEN DE ECR Y LA NUEVA REGULACIÓN DE ENTIDADES DE INVERSIÓN COLECTIVA DE TIPO CERRADO

La Ley 22/2014 reforma el régimen jurídico de las entidades de capital riesgo («*ECR*») y regula por primera vez el de las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado («*EICC*») y el de las sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado («*SGEIC*»).

(i) Concepto de inversión colectiva de tipo cerrado, ECR y EICC

— *Inversión colectiva de tipo cerrado*

Se entenderá por «inversión colectiva de tipo cerrado» la realizada por las ECR y demás entidades de inversión colectiva en las que la política de desinversión de sus socios o partícipes cumpla con los siguientes requisitos: (i) que las desinversiones se produzcan de forma simultánea para todos los inversores y (ii) que lo percibido por cada inversor lo sea en función de los derechos que correspondan a cada uno.

— *ECR*

Las ECR son entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial cuyo fin mercantil es generar ganancias o rendimientos para los mismos. Su objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no inmobiliarias ni financieras que no coticen en el momento de la toma de participación. Su gestión corresponde a una SGEIC, aunque también podrán ser gestionadas por una SGIIC autorizada al efecto.

Cabe mencionar la creación de la nueva figura de ECR-Pyme, a la que se le permite invertir un 70 % de su patrimonio en pyme, participando en su gestión y asesoramiento. Estas nuevas entidades gozan de un régimen financiero más flexible, pudiendo hacer un mayor uso de préstamos participativos y deuda. Con ello se pretende impulsar el sector del capital riesgo orientado a las etapas tempranas de desarrollo de las empresas, a fin de fomentar entre las pyme una financiación menos dependiente del sector bancario.

— *EICC*

Las EICC son entidades de inversión colectiva que, careciendo de un objetivo comercial o industrial, obtienen capital de una serie de inversores, mediante una actividad de comercialización, para invertirlo en todo tipo de activos con arreglo a una política de inversión definida. Su gestión corresponde también a una SGEIC, aunque podrán ser asimismo gestionadas por una SGIIC autorizada al efecto.

(ii) Entidades excluidas

La Ley 22/2014 excluye de su ámbito de aplicación, entre otros, a:

— las sociedades de cartera, entendiéndose como tales aquellas sociedades con participaciones en una o varias empresas cuya finalidad comercial sea llevar a cabo una o varias estrategias empresariales a través de sus empresas filiales, asociadas o participadas, con el fin de contribuir a su valor a largo plazo y que:

a) o bien sean empresas que operen por cuenta propia y cuyos valores se admitan a negociación en un mercado regulado,

b) o bien no hayan sido creadas con el objetivo primordial de generar beneficios para sus inversores mediante desinversión de sus empresas filiales o asociadas, y así se evidencie de su informe anual y otros documentos oficiales;

— los fondos de pensiones, incluidas, según proceda, las entidades encargadas de su gestión y que actúen en su nombre, siempre que no gestionen entidades de inversión de las reguladas por la Ley 22/2014;

— los regímenes de participación o de ahorro de los trabajadores;

— los fondos de titulización;

— las SOCIMI;

— los FAB;

— las ECR o EICC cuyos estatutos o documentos constitutivos restrinjan la captación de capital a un único inversor;

— las sociedades de cartera financieras cuyos valores se encuentran admitidos a negociación en una bolsa de valores; y

— las gestoras que gestionen ECR o EICC cuyos únicos inversores sean la gestora, su matriz o sus filiales (o de la matriz), siempre que ninguno de éstos sea a su vez una ECR o EICC.

(iii) Novedades más relevantes para las SGEIC

— *Capital social*

El capital social mínimo se reduce de 300.000 a 125.000 euros. No obstante, en el caso de una EICC autogestionada, éste será de 300.000 euros.

— *Supuestos de exención*

Quedan exceptuadas del cumplimiento de las obligaciones contenidas en el Capítulo II del Título II de la Ley 22/2014 (requisitos operativos y de organización, delegación de funciones y requisitos de transparencia) aquellas SGEIC que no comercialicen a inversores minoristas y cuyos activos gestionados sean inferiores a (i) 100 millones de euros (incluidos los activos adquiridos mediante apalancamiento) o (ii) 500 millones de euros, cuando las entidades de inversión que gestionan no estén apalancadas y carezcan de derechos de reembolso que puedan ejercerse durante un periodo de cinco años después de la fecha de inversión inicial.

Esta exención será igualmente aplicable a aquellas SGIIC cuyos activos gestionados sean inferiores a los umbrales descritos.

— *Políticas de remuneración*

La Ley 22/2014 exige a las SGEIC establecer para cada categoría de empleados, incluyendo altos directivos o empleados asimilables o que tengan una importante influencia en el perfil de riesgo de las entidades gestionadas, políticas acordes con una gestión racional y eficaz de riesgos. En este punto, la ley hace una remisión a lo previsto en la LIIC para las SGIIC, la cual prevé que la solicitud de autorización de la SGIIC deberá ir acompañada de la información sobre las políticas y prácticas remunerativas, incluyendo una indicación de que éstas son acordes con una gestión racional y eficaz del riesgo, de forma que no se induzca a la asunción de riesgos incompatibles con el perfil inversor de los vehículos que gestionan.

En segundo lugar, se introduce la obligación de hacer pública en el informe anual la siguiente información: (i) la cuantía total y el número de beneficiarios de la remuneración abonada por la SGIIC a su personal, desglosada en remuneración fija y variable, y, cuando proceda, las remuneraciones que se basen en una participación en los beneficios de la IIC obtenida por la SGIIC como compensación por la gestión, excluida toda participación en los beneficios de la IIC obtenida como rendimiento del capital invertido por la SGIIC en la IIC y (ii) el importe agregado de la remuneración, desglosado entre altos cargos y empleados de la SGIIC cuya actuación tenga una incidencia material en el perfil de riesgo de la IIC.

En último lugar, se establecen los requisitos que deben cumplir las políticas de remuneración, así como la obligación de constituir un comité de remuneraciones en las SGIIC importantes por razón de su tamaño o por la importancia de las IIC que gestionen, por su organización interna y por la naturaleza, alcance y complejidad de sus actividades.

— *Gestión del riesgo*

Se desarrolla la función relativa a la gestión del riesgo para las SGEIC que hasta ahora no regulaba la LECR. La función de gestión del riesgo debe estar jerárquica y funcionalmente separada de las unidades operativas, incluida la de gestión de carteras. Las SGEIC deberán al menos:

(i) implementar un proceso de diligencia debida para el análisis y evaluación de las inversiones con arreglo a la estrategia de inversión, los objetivos y el perfil de riesgo de las ECR o EICC, (ii) garantizar que se puedan determinar, medir, gestionar y controlar correcta y permanentemente los riesgos asociados a cada posición de inversión de las ECR o EICC y su efecto global en la cartera de cada una de ellas aplicando pruebas de resistencia a situaciones límite y (iii) garantizar que el perfil de riesgo de las ECR o EICC se corresponda con sus dimensiones, la estructura de su cartera y sus estrategias y objetivos de inversión. Asimismo, las SGEIC deberán establecer un nivel máximo de apalancamiento al que podrá recurrirse por cuenta de cada ECR o EICC.

Esta obligación podrá ser también exigible a SGIIC en caso de que así se determine reglamentariamente.

— «*Asset stripping*»

Se introducen para las SGEIC disposiciones anti *asset stripping*, que tienen por objeto las obligaciones derivadas de la adquisición de participaciones significativas y del control de sociedades no cotizadas, o de un emisor, por ECR o EICC, tendentes a evitar la descapitalización de empresas controladas por ECR o EICC. Consisten fundamentalmente en (i) obligaciones de información con relación a dicha adquisición y (ii) la obligación, durante los 24 meses siguientes a la adquisición, de evitar que en la sociedad controlada se lleven a cabo determinadas operaciones de reducción de capital, distribución de dividendos y adquisición o amortización de autocartera con reembolso a los accionistas o socios. Estas obligaciones pretenden garantizar que en la toma de decisiones de la sociedad controlada se tenga en cuenta su viabilidad a largo plazo, así como el alineamiento de los intereses de los inversores, empleados, acreedores y público en general.

Estas obligaciones también resultan de aplicación a las SGIIC.

— *Obligación de información a inversores*

Con carácter previo a la inversión, las SGEIC deberán poner a disposición de los inversores el folleto informativo con el contenido establecido en el artículo 68 de la Ley 22/2014, el último informe anual y el valor liquidativo o precio de mercado más reciente. Asimismo, y con carácter periódico, o como mínimo en el informe anual, deberán proporcionar a los inversores la siguiente información: (i) el porcentaje de los activos de la ECR o EICC que es objeto de medidas especiales motivadas por su iliquidez y (ii) el perfil de riesgo efectivo de la ECR o EICC y los sistemas de gestión de riesgos utilizados. Con la misma periodicidad, y en caso de que gestionen ECR o EICC apalancadas, deberán informar a los inversores de: (i) los cambios en el nivel máximo de apalancamiento de la ECR o EICC, así como todo derecho de reutilización de colaterales o garantías y (ii) el importe total del apalancamiento empleado por la ECR o EICC. Por último, también deberán las SGEIC en general comunicar a los inversores, y de manera inmediata, cualesquiera nuevas medidas para gestionar la liquidez de la ECR o EICC, así como el cambio en el límite máximo de apalancamiento y en los derechos de reutilización del colateral.

— *Otros*

Se desarrollan asimismo obligaciones relativas a *conflictos de interés* y a la *gestión de la liquidez* para las SGEIC, que también podrán ser exigibles a SGIIC en caso de que así se determine reglamentariamente.

Se contemplan novedades relativas a la *valoración de los activos gestionados*, las cuales exigen la adopción de procedimientos adecuados y coherentes que permitan valorar correcta e independientemente los activos de la ECR o EICC, y a la *subdelegación de funciones* que en la anterior normativa no estaba regulada.

Por último, la Ley 22/2014 impone a las SGEIC determinadas *obligaciones de información, de auditoría y contables*, quedando obligadas, entre otras cosas, a publicar por cada una de las ECR e EICC que gestionen un informe anual y un folleto informativo.

(iv) *Régimen de comercialización*

— *Comercialización de ECR españolas*

Las ECR españolas se comercializarán exclusivamente a clientes profesionales. La comercialización a clientes minoristas será posible si se exige un compromiso de inversión de, al menos, 100.000 euros y una declaración del inversor de que es consciente de los riesgos ligados al compromiso previsto, salvo que éstos sean administradores, directivos o empleados de la

sociedad gestora o de las entidades autogestionadas, con respecto a la propia entidad o a las gestionadas o asesoradas por la sociedad gestora, cuando los inversores inviertan en ECR cotizadas, y entre aquellos que justifiquen disponer de experiencia en la inversión, gestión o asesoramiento en ECR similares.

— *Comercialización de ECR extranjeras*

Al igual que las ECR españolas, las ECR extranjeras se comercializarán exclusivamente a clientes profesionales y, en su caso, a minoristas. El procedimiento para su comercialización es similar al de IIC extranjeras que se detalla en la siguiente sección.

— *Comercialización de EICC españolas y extranjeras*

Las EICC únicamente pueden ser comercializadas a clientes profesionales, y el procedimiento para la comercialización de EICC extranjeras es similar al de IIC que se describe más adelante.

(v) Régimen transitorio

La figura de sociedad gestora de ECR («*SGECR*») establecida en la LECR desaparece, estableciéndose su transformación automática en SGEIC desde la entrada en vigor de la Ley 22/2014. No obstante, las SGECR y ECR autorizadas con anterioridad a la entrada en vigor de dicha ley deberán remitir a la CNMV una declaración que manifieste haber adaptado la entidad a las exigencias de la nueva normativa en el plazo de 3 meses, salvo que estén exentas de su cumplimiento por no superar los umbrales indicados en el apartado relativo a supuestos de exención para SGEIC, y el resto de la documentación, en el plazo de 12 meses.

LA REFORMA DE LA LIIC

Se describen a continuación las modificaciones más significativas introducidas en la LIIC por la disposición final primera de la Ley 22/2014.

(i) Ámbito de aplicación

Se incluyen en el ámbito de aplicación de la LIIC las siguientes IIC que se comercialicen en España, tanto a inversores profesionales como a minoristas: (i) IIC de tipo abierto no UCITS (de la UE o de terceros Estados) gestionadas por gestoras autorizadas al amparo de la AIFMD («*GFIA*»), e (ii) IIC gestionadas por sociedades gestoras de fuera de la UE.

(ii) Régimen de comercialización

El régimen de comercialización de IIC no UCITS (es decir, FIA) en España es más o menos sencillo según vayan dirigidos a inversores profesionales o minoristas, o se trate de FIA comunitarios o extracomunitarios.

A diferencia de lo que ocurre en otros Estados miembros, la Ley 22/2014 permite la comercialización de FIA a minoristas, aunque el reglamento de desarrollo de la LIIC podrá delimitar los tipos de FIA que pueden comercializarse a no profesionales, si bien sometiéndola a un proceso de autorización minucioso y garantista.

Para que en España pueda comercializarse entre el público acciones o participaciones de FIA, éstos deben primero inscribirse en los registros de la CNMV. La inscripción requerirá, según el caso, una mera comunicación entre reguladores (sistema de pasaporte), o la autorización previa de la CNMV para la comercialización. Así, cabe distinguir los siguientes supuestos:

— *Sistema de pasaporte*

Se trata de un sistema equivalente al del pasaporte de UCITS aplicable a:

a) la comercialización en España a inversores profesionales de FIA de otro Estado miembro de la UE gestionadas por GFIA (nuevo artículo 15 bis LIIC) y

b) la comercialización en la UE a inversores profesionales de IIC no UCITS gestionadas por GFIAs autorizadas en España (nuevo artículo 16 bis LIIC).

— *Autorización previa de la CNMV*

Supone un proceso bastante más complejo que el de pasaporte debido, en unos casos, a la condición extracomunitaria del FIA o su gestora y, en otros, a la condición de inversor no profesional al que va dirigido el FIA.

Exige la acreditación previa de la concurrencia de ciertos requisitos legales que, si bien varían según el caso, en general se refieren a (i) la existencia de una categoría similar de FIA en la regulación española respecto de la que se pretende comercializar, (ii) la existencia de acuerdos adecuados de cooperación entres supervisores; y (iii) la no inclusión del país de localización del FIA en la lista de países no cooperantes del GAFI.

Es aplicable a la comercialización en España:

a) de FIA de fuera de la UE gestionadas por GFIAs (nuevo artículo 15 *ter* LIIC),

b) de FIA gestionadas por gestoras de fuera de la UE (nuevo artículo 15 *quáter* LIIC) y

c) a inversores no profesionales de FIA (de la UE o no) gestionadas por GFIAs o gestoras de fuera de la UE (nuevo artículo 15 *quínquies* LIIC). En este caso, a diferencia de los dos anteriores, toda la documentación deberá proporcionarse a la CNMV traducida al español y las obligaciones de información a los inversores son mucho más gravosas.

(iii) Novedades más relevantes para SGIIC

— *Objeto social*

Se incluye la representación, gestión y comercialización de EICC, Fondos de Capital Riesgo Europeos y Fondos de Emprendimiento Social Europeo, así como la custodia y administración de sus participaciones. Asimismo, se incluye el servicio de inversión de recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o varios instrumentos financieros.

— *Régimen del depositario*

Se modifica el régimen de responsabilidad del depositario. En caso de pérdida de los instrumentos financieros custodiados (sea por el depositario o por un tercero en que se haya delegado el depósito), se establece la obligación del depositario de devolver «*sin demora indebida*» a la IIC un instrumento financiero de idénticas características, o bien la cuantía equivalente correspondiente. No obstante, podrá eximirse de esta responsabilidad 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. Esta excepción será objeto de desarrollo reglamentario.

Se establece la regla general de que la responsabilidad del depositario no se verá afectada por ninguna delegación de funciones, salvo para los depositarios de IIC no UCITS, que podrán transferir su responsabilidad en caso de pérdida de los instrumentos financieros cuya custodia hayan delegado en un tercero.

— *Régimen de gestión de las SGIIC*

Se distinguen los siguientes procedimientos, según el caso:

a) Pasaporte comunitario: para la gestión de FIA de la UE por parte de una GFIA española y para la gestión de FIA españoles por una GFIA de otro Estado miembro siempre que, en ambos casos, la GFIA correspondiente esté autorizada para gestionar ese tipo de FIA (ya sea directamente o a través de sucursal) (nuevos artículos 54 bis y 55 bis LIIC) y

b) Condiciones aplicables a GFIA autorizadas en España para la gestión de FIA de fuera de la UE y no comercializadas en la UE (nuevo artículo 56 bis LIIC) (que podrán ser ampliadas reglamentariamente):

   – que la SGIIC cumpla respecto del FIA con todos los requisitos exigidos por la Ley 22/2014 (salvo la obligación de nombrar un depositario y la de auditar el informe anual) y

   – la existencia de determinados acuerdos de cooperación entre la CNMV y las autoridades supervisoras del tercer Estado.

Manuela Sanz Lorite*

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