

“Aproximación al marco jurídico de las Instituciones de Inversión Libre en España” (“Hedge Funds”)

Autores: Rafael Sánchez Molina y José Antonio García-Argudo Mendes

Resumen

Se aborda en el presente artículo el marco jurídico de los “Hedge Funds” en España. Se comienza por un breve acercamiento a su distinta denominación, para después delimitar su concepto y estructura. A continuación se dan una serie de pautas sobre su regulación en nuestro país, la normativa europea y finalmente en los países anglosajones. Sin solución de continuidad y de forma más detallada se describe la arquitectura jurídica de los “hedge funds” o de las Instituciones Colectivas de Inversión Libre en España, y los límites jurídicos a su desarrollo orgánico. Para después configurar la regulación jurídica de su comercialización y la protección del inversor. Finalmente se trata la posibilidad de comercializar “Hedge Funds” mediante IICs cerradas a través de la regulación del denominado “Decreto de Emisiones”.

Palabras clave: Hedge Fund, OICVM, Institución de Inversión Colectiva de Inversión Libre, protección del inversor, Instituciones de Inversión Colectiva, IICs

cerradas, gestión alternativa de inversión, prime broker, inversor cualificado, marco legal de IICIL, vehículos de inversión.

Summary

The present paper studies the legal framework of Hedge Funds in Spain. The study develops the different regulations in European countries, the EU, the United Kingdom and the United States of America. It also describes the structure of Hedge Funds in Spain, as well as outside. It continues with the legal Spanish regulation about the distribution of Hedge Funds, and with the guidelines of the investor's protection. The paper concludes with the "Closed Investment Vehicles", a way to make distribution of Hedge Funds, which is regulated by Spanish "Issues Act" (Decreto de Emisiones).

Key words: Hedge Funds, UCITS "high-risk-investment UCITS, investor's protection, "closed UCITS", alternative investment management, prime broker, qualified investors, regulatory framework of Hedge Funds, Fund vehicles".

Recibido: 30.09.2006

Aceptado: 15.11.2006

I. Introducción. Prospectivas del artículo.

El presente artículo trata de aproximarse a la realidad legal en España de los denominados "Hedge Funds" (en adelante HFs), terminología no jurídica y acuñada en los EEUU. Al parecer el primero en comercializarse, fue el denominado "Jones Hedge Fund", creado en 1949 por un periodista financiero y doctor en Sociología por la Universidad de Columbia, Alfred Winslow Jones, cuya novedad se materializaba en su estrategia inversora, combinando el apalancamiento obteniendo financiación mediante deuda o la inversión en el margen para cubrirse de fluctuaciones bursátiles, con la venta en descubierto¹. Es decir, adoptó una característica definidora y común a todo este tipo de fondos, y que abordaremos más adelante, el apalancamiento financiero (en inglés "leverage").

Estos vehículos de inversión, tienen ya una denominación en la legislación española desde el 4 de noviembre de 2005², a saber, instituciones de inversión colectiva de inversión libre, en anagrama IICIL. El tipo de gestión que desarrollan, se diferencia de la gestión tradicional practicada hasta la fecha por las Gestoras de Fondos de Inversión Colectiva o las Sociedad de Inversión Colectiva, puesto que la denomi-

¹ "Hedge Funds: Evolución e implicaciones". Boletín Mensual del Banco Central Europeo. Enero 2006 pág. 69.

² Art. 43 y 44 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva.

nada “Gestión Alternativa de Fondos” tiene una total libertad en la elección del tipo de activos en que invierte.

Sin ánimo de entrar en disputas nominalistas, a pesar de haberse asentado el uso del término vulgar de HFs, en la Unión Europea, cada país ha establecido legalmente una denominación distinta, sin que se haya homologado un solo término ni siquiera en el entorno de países que conforman la U.E. Así por ejemplo en Francia se denominan “OPCVM Aria” (AOCVM Aria simples, OPCVM Aria à effet de levier, OPCVM Aria de fonds alternatifs) igualmente tienen la denominación “OPCVM contractuels” y “FCIMT (Fonds communs d intervention sur les marches à terme), en Alemania se recogen como “Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken”, mientras que en Italia se denominan simplemente “Fondos Especulativos” (Fondi Speculativi). Otros países de la Unión Europea, han adoptado términos genéricos como en Suecia “Specialfonder”, o Suiza que se refiere a los mismos como “Otros fondos con riesgos especiales”, o finalmente en Irlanda donde no existe una terminología propia, sino la conocida como HFs a pesar de ser uno de los países que tiene registrado el mayor número de este tipo de fondos.

En la normativa de la Unión Europea, se suele usar la denominación HFs, como “concepto colector” de todo aquel fondo diferente a los fondos y sociedades de inversión tradicionales, es decir, los denominados Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM, o UCITS en inglés). En algún documento del Parlamento Europeo se les denomina “*Vehículos Sofisticados de Inversión Alternativa*” (SAIVs-Sophisticated Alternative Investment Vehicles)³. Quizá su traducción más rigurosa sería la de “*Instrumentos Sofisticados de Inversión Alternativa*”.

Una vez que hemos acotado la terminología sin conceptualizar su contenido, abordamos sin solución de continuidad la estructura del presente artículo.

En primer lugar estableceremos el perímetro del concepto de los HFs, para luego cotejarlo con la regulación jurídica de las IICIL en España. Encuadraremos la regulación que la gestión alternativa de fondos y sociedades de inversión tiene primero en la Unión Europea y luego de sus estados miembros, de una forma enunciativa.

A continuación nos detendremos en la arquitectura legal que puede estructurar la gestión alternativa de la inversión y su posible desarrollo orgánico en la normativa española existente. Tanto en lo que se denominan Fondos de Fondos, es decir, la regulación de la inversión genérica de Fondos o Sociedades de Inversión españolas en IICIL directas o indirectas, como la inversión específica y directa en IICILs, para finalizar la estructura en la regulación de la inversión de personas físicas y jurídicas indirectas a través de Fondos de Fondos (Sociedades-SICAV o Fondos de ICCs que a su vez lo sean de IICILs). A continuación se hará mención a las posibilidades de comercialización en España de vehículos HFs extranjeros, para por último, dar unas

³ “Informe sobre Hedge Funds y sus derivados”. Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo. Ponente Sr. John Purvis (miembro del Parlamento Europeo). Diciembre de 2003.

breves acotaciones sobre el régimen aplicable al ofrecimiento en España de Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre Cerradas.

Todo ello desde la óptica de la protección del inversor-consumidor en la denominada gestión alternativa. Comencemos sin más preámbulos, abordando primero la definición material de los HFs.

II. Conceptuación de los “Hedge Funds” y aplicación a los mismos de la normativa de Instituciones de Inversión Colectiva.

Bajo la denominación HFs, no se denomina tanto a una determinada institución de inversión colectiva, como a una estrategia de inversión en una categoría de activos. Se trata por tanto, de un modelo económico más flexible, basado en una estrategia de inversión caracterizada por la libertad de inversión en todo tipo de instrumentos financieros (sin exclusiones), acudiendo de forma intensiva al apalancamiento financiero, a las ventas en descubierto, a la combinación de tomas de posición inversoras a corto y a largo, e igualmente el uso extensivo de los derivados financieros. Otras características de los HFs, son la libertad de comisiones⁴, el preestablecer calendarios de suscripción y sobretodo de reembolso⁵, operan en domicilio “offshore” o extraterritorial, los gestores se convierten en socios mediante contratos de sociedad⁶, regulación y transparencia mínima e inversiones de entrada de cuantías muy elevadas.

Por tanto la definición del HFs, sería la de otros fondos alternativos, diferenciados de los fondos tradicionales o regulados por los supervisores y denominados OICVM. Aunque desde la perspectiva legal esto es totalmente insatisfactorio por lo que se ha producido una regulación en nuestro derecho interno. Y eso porque, además de los efectos positivos que puedan tener este tipo de fondos respecto a la liquidez de los mercados y la correcta formalización de precios o la integración de mercados financieros, han aflorado una serie de riesgos jurídicos que deben ser considerados.

Existen dos hitos históricos que evidenciaron la necesidad de regulación jurídica de los HFs. En primer lugar por salvaguardar el mercado evitando situaciones de posición dominante, el detonante fue el posicionamiento del “Fondo Quantum” de George Soros en 1992, cuya actividad aceleró la flotación libre de la libra esterlina y provocó la denominada “tormenta monetaria” del SME (Sistema Monetario Europeo).

⁴ La comisión de gestión suele establecerse en el 2% pero la comisión por resultados puede llegar al 20%.

⁵ Este último denominado “lockup” puede obligar a practicar el reembolso varios años después o largos preavisos antes de ejecutar el desembolso.

⁶ Esta práctica puede parecer discutible, pero en la práctica pueden incluso invertir su patrimonio personal los gestores.

El segundo acontecimiento fue la crisis del “*Hedge Fund*” Long Term Capital Management-LTCM en septiembre de 1998⁷, se trataba de un fondo que mantenía posiciones nominales 28 veces superiores a su capital. Cuando entró en crisis dicho fondo con unas contrapartidas en 20.000 contratos, la Reserva Federal Norteamericana valoró los riesgos sistémicos que dicha quiebra produciría en caso de rápidas fluctuaciones de precios al deshacerse precipitadamente posiciones en el mercado, y el riesgo crediticio en que incurrirían las entidades financieras que mantenían contrapartidas y apoyos financieros con LTCM. Lo que evidenciaba el riesgo sistémico en caso de no intervención del supervisor, y los efectos indeseados de desestabilizar incluso el sistema financiero internacional.

Ambas han hecho recapacitar a los organismos supervisores del mercado de la necesidad de su regulación, así como de la correcta formación de precios en el mercado pues pueden ser alterados o desestabilizados por la actuación de los HFs. En definitiva, la actuación de la gestión alternativa, preferentemente por su intervención en el mercado con un fuerte apalancamiento, puede alterar los modelos de control de riesgos del mercado, que se construyen sobre unas bases hipotéticas de estabilidad y normalidad de los mercados, lo que desencadena riesgos operacionales. Evidentemente estos riesgos son igualmente trasladables al mercado español, por lo que parece lógico abordar su regulación jurídica en nuestro entorno jurídico.

Sólo para retratar la importancia de los HFs, reproducimos una serie de datos. Los HFs acumulan el 5% de los activos mundiales en gestión, son responsables de entre un tercio y la mitad de la contratación diaria en la NYSE o la LSE, y en el mercado de bonos convertibles alcanzan el 70% de la contratación⁸.

Dicho lo anterior y con carácter previo a iniciar el análisis de la regulación legal en España, debemos describir brevemente, cuál es la estructura de los HFs.

a) Estructura de los “Hedge Funds”, gestores, proveedores de servicios e inversores.

Las figuras intervinientes en el ámbito de los HFs son, principalmente, las sociedades gestoras y gestores de los HFs, así como sus proveedores de servicios (Prime broker, administrador, custodio, promotor, auditor y asesor legal). A continuación haremos una breve reseña acerca de la actuación de cada una de ellas. Finalmente, abordaremos también el perfil del inversor que adquiere estos HFs.

Las **sociedades gestoras, y en especial los gestores** (*investment manager*) tienen un gran protagonismo, pues la política de inversiones que desarrollan es muy perso-

⁷ Hedge Fund creado a principios de 1994, y en el que entre sus gestores se encontraban dos Premios Nobel de Economía especializados en finanzas cuantitativas, además de importantes accionistas por su categoría con elevadas cantidades invertidas, el fondo había tomado posiciones extensivas en el mercado de Bonos en Rusia, pero entre enero y septiembre de 1998 debido a la Crisis financiera rusa perdió el 90% de su capital.

⁸ “Estudios sobre la industria de hedge funds”. CNMV pág. 37.

nalista a diferencia de los fondos tradicionales. Ello determina que la remuneración de los gestores de estos fondos es con carácter general sustantivamente superior a la que percibe cualquier directivo de primer orden de una de las primeras empresas de un país, como por ejemplo de Estados Unidos⁹. Por ello, respecto de estos gestores, uno de los primeros requerimientos que se ha trasladado a la regulación de estos fondos, ha sido el exigir que para poder constituir o gestionar un HF exista un equipo de trabajo suficiente con conocimiento de los riesgos operacionales, sistemas informáticos adecuados y proveedores de servicios solventes como luego trataremos.

En cuanto al ámbito geográfico de los HFs y gestoras, cerca del 60% de los HFs se localizan en Estados Unidos, que tiene el doble que la siguiente localización que es Londres, lugar donde se localizan la mayoría de los fondos europeos. Europa en su conjunto localiza cerca de un tercio de la inversión total en HFs. Respecto a las gestoras, las tres primeras del ranking son norteamericanas, ocupando la cuarta posición una europea, lo que puede considerarse como una muestra descriptiva de la importancia del mercado norteamericano frente al europeo.¹⁰

Los **proveedores de servicios** de HFs, realizan una de las actividades más importantes y que produce importantes rendimientos a sus proveedores (seis millardos de dólares sólo por “*prime brokerage*” en 2005¹¹). Efectivamente el intermediario principal o “prime broker”, se considera como uno de las piezas fundamentales en la mecánica de los HFs, se trata de grandes bancos de inversión, que proporcionan servicios básicos como: préstamo de valores o financiación, custodia, compensación, liquidación, y dependiendo de su tecnología pueden facilitar diversos informes sobre las posiciones que mantiene los HFs (liquidez, posiciones de inversión, préstamo de valores, comisiones,...).

Igualmente los “prime broker”, suelen ser los enlaces que ponen en contacto al inversor cualificado con la gestora del hedge fund (actividad denominada “introducción de capital”). Pero no solamente proveen al hedge fund de clientes, sino que en la práctica incluso le asesoran sobre otro tipo de proveedores para iniciar su actividad (proveedores de software, localización de oficinas, infraestructura de IT, asesores legales, administradores, auditores,...).

En todo caso es común que los HFs, utilicen varios “prime broker” (la media en el año 2004 era de 2,7). Esto no evita que la situación de “prime broker” se encuentre extraordinariamente concentrada puesto que sólo tres de los mayores bancos representan el 60% del mercado en términos de activos totales en gestión, mientras

⁹ “Institucional Investor”, que la retribución media de los 25 gestores de “hedge funds” mejor pagados es de 250 millones de dólares en 2004, mientras que un presidente ejecutivo de una de las 500 mayores empresas de Norteamérica tiene una media de 10 millones de dólares, como remuneración.

¹⁰ “Estudios sobre la industria de hedge funds”. CNMV pag. 44 a 47.

¹¹ De los que el 40% tienen su origen en préstamo de valores, el 15% en financiación, el 35% en comisiones, y el 10% en tarifas de compensación y servicios de soporte, cfr “Estudios sobre la industria de hedge funds”. CNMV pag.38

que los diez primeros representan el 83%. Todos ello conforme a datos del año 2004¹².

Otros proveedores de servicios son los **administradores**, quienes realizan la actividad diaria de gestión, tanto servicios administrativos como funciones de contabilidad. Se ocupan de la comunicación con inversores, tanto en el sentido de remisión de información, como de procedimientos de cálculo del valor neto actual (VAN) y aplicación de comisiones por resultados, ejecución de reembolsos y de suscripciones. El administrador además comunica al regulador los estados financieros del fondo y demás requerimientos legales, y en definitiva observa el cumplimiento de las exigencias normativas de la regulación legal, incluso en los supuestos en que se opere deslocalizadamente u “off shore”. En algunos casos tiene un soporte tecnológico que permite el seguimiento de las posiciones a tiempo real del fondo por todos los componentes de la organización (front, middle and back office).

Queremos resaltar especialmente la dificultad que entraña la actividad de cálculo de Valor Actual Neto (VAN) que exige el empleo de una metodología sólida y consistente, adecuada a la tipología, iliquidez y dificultad de verificación de los activos en que se puede invertir. Es el administrador el que asume la responsabilidad de realizar un cálculo objetivo e independiente de ese VAN y su comunicación al mercado e inversores (habitualmente con carácter mensual o trimestral). Por todas estas razones, la recomendación es que el administrador sea un tercero distinto del gestor, a fin de evitar riesgos operacionales que puedan generar importantes quebrantos económicos.

Otro proveedor de servicios es el **custodio de los depósitos de valores y efectivo**, labor que principalmente realizan los bancos, que también pueden realizarla los “prime broker”, debido a que su actividad concurre con operaciones crediticias y préstamos en valores a los HFs con bienes dados en garantía y a su preferencia de que en esos casos ellos sean a la vez acreedores y depositarios de los bienes cedidos en garantía.

Aunque los HFs, no tienen la obligación con carácter general de la presentación de estados financieros auditados, se produce un incremento de la práctica de auditorías, para mejorar la transparencia sobretodo frente a particulares y otras instituciones. Además el proceso de elección de un fondo muchas veces está sometido a un procedimiento denominado “due dilligence”¹³ en el que se recoge el comportamiento diligente a seguirse, y entre esas obligaciones suele encontrarse el que se trate de fondos auditados por firmas de primer orden, que incluso son citadas a modo ejemplificativo.

¹² 2004 HedgeWorld Service Provider Directory and Guide.

¹³ “Due Dilligence”, estudio completo llevado a cabo por expertos, que trata de estimar el riesgo operacional y legal, para lo que se realizan una serie de comprobaciones incluso “in situ” y de recopilación de información.

En los mercados norteamericanos, es habitual la figura del **asesor financiero** (investment advisor), que está separado de todas las partes y es el encargado de la organización y gestión, dirigiendo las relaciones entre las partes e incluso con los propios inversores. También en el mercado norteamericano, existen labores comerciales que se derivan a los denominados **promotores** (placement agent), que distribuyen acciones o participaciones del fondo según su estructura, y que perciben una comisión por cada reembolso o suscripción.

En cuanto a la figura del **inversor** se ha producido una evolución. Al inicio, en EEUU, los inversores eran los denominados “Individuos de Riqueza Neta Elevada”, (*High Net Worth Individuals-HNWI*)¹⁴, quienes al tener la consideración de inversores cualificados, no estaban sometidos al régimen tutelar del inversor. Las preocupaciones en ese escenario, como ya hemos observado, desde la perspectiva del órgano supervisor se referían exclusivamente a los riesgos sistémicos del mercado.

Con la madurez de la industria de los HFs se ha abierto la comercialización de una segunda figura que se denomina fondos de fondos, fundamentalmente a través de otros inversores institucionales o vehículos de inversión colectiva, que adquieren los mismos para diversificar su cartera. Así, ya en 2004 el 38 % de instituciones de inversión colectiva europeas invierten en mayor o menor medida en HFs¹⁵.

En el momento actual se está incrementando la demanda de los inversores particulares por estos fondos, mayoritariamente a través de los mencionados fondos de fondos. Esta nueva demanda tiene una característica metajurídica que sin embargo es muy relevante a los efectos del presente artículo. Dichos inversores no valoran sólo las rentabilidades, sino que reclaman transparencia y liquidez en las inversiones. Todo ello hace que los supervisores nacionales añadan a las necesidades regulatorias por riesgo sistémico y de estabilidad del sistema financiero, el de los requerimientos que hacen los inversores particulares. Evidentemente esta necesidad se plantea igualmente en nuestro país por lo que tanto el Gobierno como la CNMV están desarrollando un marco legal para su implantación en un entorno de seguridad jurídica, por lo que sin solución de continuidad pasamos a detallarla.

b) Aplicación a los Hedge Funds de la normativa de Instituciones de Inversión Colectiva.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 1 de la LIIC y artículo 1 del RIIC quedan sujetas al ámbito de aplicación de la normativa de instituciones de inversión colectiva todas aquellas instituciones que tengan por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos,

¹⁴ Se trata de individuos cuya riqueza neta es superior al millón de dólares, y que por tanto sus fortunas son gestionadas por las denominadas “family offices” o banca privada de patrimonios.

¹⁵ AIMA Journal Diciembre de 2004.

valores o instrumentos financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos. Esa sujeción afecta tanto a las instituciones españolas (ya se trate de sociedades o fondos gestionados por sociedad gestora española) como a las instituciones extranjeras, en este último caso cuando se comercialicen en España.

Adicionalmente, el propio RIIC, en el citado artículo 1, establece que quedarán sujetas a la LIIC y RIIC las personas o entidades que, con los requisitos de publicidad y determinación de resultados capten recursos para gestión mediante el contrato de cuentas en participación y cualquier forma de comunidad de bienes y derechos.

En consecuencia con los preceptos citados, la propia normativa de aplicación establece una suerte de reserva de actividad al extender la aplicación imperativa de la LIIC y RIIC a cualquier actividad y/o persona en la que concurran los requisitos comentados. Ello determina la competencia de la CNMV para, actuando en interés de los potenciales inversores, desarrollar las facultades de supervisión e inspección que le confiere la norma y para aplicar, en su caso, el régimen infractor o sancionador recogido en la LIIC que proceda a todas aquellas personas o entidades que infringiendo la norma no respeten esa reserva de actividad y la desarrollen eludiendo el ámbito de aplicación de la normativa de IICs.

Como conclusión, por tanto, debe afirmarse que cualquier persona o entidad que pretenda realizar una captación de recursos a los fines y con los efectos indicados, debe necesariamente hacerlo sometándose a lo dispuesto en la normativa reguladora de IICs. Todas estas consideraciones son de aplicación a las IICILs españolas o extranjeras, en este caso cuando se comercialicen en España.

III. Marco regulador de las Instituciones de Inversión Libre. En el Derecho español, comunitario y comparado.

a) En el Derecho Español.

Hasta la entrada en vigor de la nueva normativa reguladora de las instituciones de inversión colectiva (Ley 35/2003, de 4 de Noviembre, y Real Decreto 1309/2005, de 4 de Noviembre, Reglamento de la anterior) la norma española desconocía este tipo de instituciones, por lo que a los inversores españoles no les resultaba posible la inversión en instituciones o vehículos de gestión alternativa españoles.

Tampoco la comercialización en España de instituciones similares extranjeras era posible, habida cuenta que las mismas no podían acceder a la consideración de IIC de acuerdo con la Directiva 85/611 del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM o UCITS, en inglés), por las razones ya comentadas sobre la tipología de activos e instrumentos financieros en los que invierten y por el grado de apalanca-

miento que alcanzan. En consecuencia, no podían obtener el pasaporte comunitario¹⁶ reconocido en esa Directiva y en la normativa española y, por ello, no podían ser objeto de comercialización en España en base al mismo.

Por el contrario, la nueva normativa española regula por primera vez la inversión y/o constitución de este tipo de instituciones de inversión colectiva de carácter financiero de inversión libre, así como el régimen aplicable para la comercialización en España de instituciones o vehículos constituidos conforme a legislaciones extranjeras. Dicha normativa incide especialmente en los requisitos exigibles en orden a garantizar una adecuada protección del inversor de este tipo de inversiones, principio básico que, como se verá, es el que ha inspirado a esta normativa española en esta materia.

La concreta normativa española reguladora de esta materia se contiene en los siguientes cuerpos legales:

- Ley 35/2003, de 4 de Noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. (BOE, número 265, de 5 de Noviembre de 2003)- en adelante “la LIIC”.
- Real Decreto 1309/2005, de 4 de Noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de Noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE, número 267, de 8 de Noviembre)- en adelante “el RIIC”.
- 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, reguladoras de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre y las instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión colectiva de inversión libre (BOE, número 9, de 26 de Abril de 2006).
- Circular 1/2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 3 de Mayo de 2006, sobre Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre.
- Real Decreto 262/2007, de 16 de Marzo, por el que se modifica el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva.

Igualmente, resultarán de aplicación el resto de normativa aplicable a las instituciones de inversión colectiva españolas de carácter financiero y para la comercialización de instituciones de inversión extranjera en España, tanto la normativa anterior, en cuanto no se opongan a las normas señaladas, como las posteriores que, en su caso, resulten aplicables.

Pero antes analicemos el panorama en el derecho comunitario y comparado.

¹⁶ El concepto de pasaporte comunitario, se puede definir como una herramienta jurídica del derecho comunitario que permite la libre circulación en el mercado interior, al permitir que con la simple autorización de un Estado miembro de la Unión Europea, puedan distribuirse, en este caso productos de inversión a particulares de otro Estado miembro, con la simple notificación a las autoridades regulatorias del Estado miembro en el que se pretende operar.

b) En las Directivas y normativa comunitaria.

No existe un régimen regulador común en la Unión Europea que trate específicamente sobre los denominados HFs, o sus gestores.

En diciembre de 2003, en el “Informe sobre HFs y sus derivados” del Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo, se llama la atención sobre la ruptura del principio de mercado único interior, por la fragmentación producida por la diversidad de normativas nacionales sobre productos de gestión de activos no armonizados HFs, por un lado, y por otro la necesidad de atraer al mercado europeo los fondos que actualmente operan domiciliados en centros financieros extraterritoriales. Se trataría conforme a esta propuesta de atraerlos y armonizar dicha gestión alternativa, mediante una normativa más flexible, que les permitiera operar con el denominado “pasaporte europeo”.

Actualmente los HFs se encuentran en una situación de debate en sede comunitaria, en el que cabe resaltar las conclusiones del PASF (Plan de acción para los servicios financieros) que se refiere a la prospectiva de los próximos 5 años a efectos de establecer una estrategia global sobre los mismos. Ello llevó a un grupo de expertos establecido al efecto a recomendar a la Comisión Europea en mayo de 2004, la adopción de un marco legal que armonice este tipo de gestión alternativa en fondos de inversión¹⁷.

Pese a lo dicho, la situación actual se circunscribe a la regulación comunitaria actual de las OICVM, que se contiene en la denominada OICVM-III¹⁸, que es bastante restrictiva en esta materia y que excluye de armonización a los “HFs”, dejándolos extramuros de la misma, habida cuenta de la inaptitud de los tipos de activos que componen una cartera de inversión de un HFs y la no sujeción a las normas de diversificación de riesgos contenidas en esas Directivas. Ello no obsta a que de acuerdo con las Directivas actuales, cualquier fondo o sociedad de inversión tradicional pueda ejecutar estrategias similares a las ejecutadas por los HFs, incluyendo para ello en sus carteras productos derivados, o acudiendo al uso del apalancamiento financiero en su estrategia inversora.

Adicionalmente, no debemos olvidar que a los HFs les pueden resultar plenamente exigibles la observancia de la normativa que se contiene en la Directiva de mercados financieros¹⁹, la Directiva sobre folletos informativos²⁰, y la Directiva sobre abuso de mercado²¹, así como la transposición que cada estado haga de las mismas, en cuanto les resulte aplicable, pues el desarrollo de su actividad puede quedar englobada en la actividad regulada de asesoramiento sobre inversiones y la prestación de servicios

¹⁷ Cfr. BANCO CENTRAL EUROPEO, (Enero 2006), Boletín Mensual, *Hedge Funds: Evolución e implicaciones*. pág. 79

¹⁸ Se denomina OICVM-III, a la regulación contenida en la Directiva 2001/107/CE sobre regulación de sociedades y la Directiva 2001/108/CE sobre productos, ambas modifican la Directiva 85/611/CEE.

¹⁹ Directiva 2004/39/CE.

²⁰ Directiva 2003/71/CE.

²¹ Directiva 2003/6/CE.

en la gestión de carteras. Todo ello ha motivado que la “*Alternative Investment Management Association Limited*” (AIMA), en enero de 2004, como asociación que agrupa a entidades de inversión alternativa, manifieste que para la creación de un vehículo comunitario de HFs, se requiere una armonización de las reglas de comercialización en el mercado interior europeo, y la superación de la diversidad y “escalonamiento” fiscal existente en las legislaciones de los países miembros de la Unión Europea.

c) Reseña de la regulación en el derecho comparado.

Dada las características y extensión del presente artículo, que se encuentra referido a la regulación en España de los denominados HFs, nos centraremos de forma preferente en las regulaciones de los países de la zona euro, puesto que en principio parece que de existir una tendencia a la homologación de la gestión alternativa, se centrará preferentemente en los países que comparten la misma moneda, y que finalmente de alguna forma tendrán mayor influencia en una futura regulación en la normativa comunitaria.

En la zona euro, existe en Francia, Alemania, Irlanda, Italia y Luxemburgo una normativa que regula los fondos de gestión alternativa. Tanto respecto a fondos individuales como fondos de fondos. En general la normativa relativa a la protección del inversor es bastante homogénea en todos los países sin embargo existen apreciables diferencias respecto a la regulación de la distribución de estos productos financieros, las restricciones respecto a su suscripción y reembolso, las normas relativas a la gestión de fondos y finalmente las exigencias de transparencia²².

En **Alemania**, se encuentra actualmente pendiente de desarrollo reglamentario la regulación de los HFs, pero desde enero de 2004 existe un nuevo marco legal. Los inversores particulares no pueden invertir directamente en HFs, pero lo pueden hacer a través de Fondos de Fondos, es decir, de forma indirecta. Los fondos extranjeros de gestión alternativa de inversiones y los HFs domiciliados en Alemania, pueden ser distribuidos a “inversores cualificados”, pero vía “*private placement*” o indirecta al público en general.

Respecto a **Francia**, la “*Autorité des Marchés Financiers*” (AMF), estableció un sistema de fondos de alto riesgo pero con autorización previa del supervisor del mercado. Sólo pueden dirigirse a “inversores cualificados” estos fondos, aunque establece la salvedad de poderse distribuir al público en general siempre y cuando observe unos niveles de diversificación tipificados por la AMF. En todo caso no se benefician del pasaporte comunitario a efectos de libre circulación en la Unión Europea. El nivel máximo de endeudamiento es del triple de los activos netos del “*Hedge Fund*”.

En otros países tanto de zona euro como fuera de ella, tales como **Bélgica**, **Holanda**, **Noruega**, **Suecia** y **Suiza** se están introduciendo en sus regulaciones

²² Cfr. BANCO CENTRAL EUROPEO, (Enero 2006), Boletín Mensual, *Hedge Funds: Evolución e implicaciones*. pág. .

domésticas normativas que puedan favorecer la gestión alternativa de fondos en sus mercados por fondos nacionales o desde gestoras, o sociedades, domiciliadas en otras jurisdicciones, comunitarias preferentemente. Sin embargo aunque estas normativas flexibilizan requerimientos sobre determinadas estrategias de inversión, y sobre los límites de endeudamiento para el apalancamiento financiero, pero su tratamiento fiscal las hace, en la práctica, poco atractivas para el inversor.

Sin embargo son **Irlanda y Luxemburgo** los países que más HFs tienen registrados, y ello se debe a que se encuentran dentro de la Unión Europea con sistemas fiscales con tratamientos muy favorables a mecanismos “offshore”. Lo que anuncia que el principal atractivo para la localización de un “Hedge Fund” será el planeamiento fiscal. Y que por tanto los HFs locales sólo serán atractivos para los inversores, que no puedan o no quieran acceder a planeamientos fiscales extraterritoriales.

En el ámbito anglosajón, el regulador de **Reino Unido (FSA)**, emitió en marzo de 2004 un nuevo manual de código de conducta para los vehículos de inversión colectiva, conforme a la norma CP185. Dicha norma no regula específicamente la posibilidad de HFs regulados, lo que permite son determinadas estrategias inversoras relativas a ventas en descubierto, apalancamiento y libertad en el cobro de comisiones, todo ello bajo el paraguas de los denominados “Vehículos para Inversores Cualificados” (“Qualified Investors Schemes”). La FSA mantiene desde una consulta realizada en marzo de 2003, la postura de vedar firmemente la posibilidad de que inversores particulares accedan a HFs. Sin embargo a falta de un régimen fiscal favorable, se antoja como una regulación insuficiente para que prosperen y acepte el mercado este tipo de “Vehículos para Inversores Cualificados”.

Finalmente y respecto al mercado de **Estados Unidos**, simplemente reflejar la última tendencia de la Comisión de Valores (SEC), donde se aproxima de alguna forma al mercado europeo, en primer lugar mediante el registro de todo tipo de HFs con independencia de donde se encuentre su domicilio, y aumentando los requerimientos legales de “compliance” y cumplimiento de normativo, instituyendo la figura de un interlocutor interno de la entidad a estos efectos denominado “compliance officer”.

Por tanto nos encontramos en condiciones de valorar a continuación la regulación nacional, con el bagaje del breve acervo del derecho comparado.

IV. Diferentes arquitecturas de las Instituciones de Inversión Libre. Límites jurídicos al desarrollo orgánico de las IICs de Inversión Libre.

Las instituciones de inversión libre son una tipología especial de institución de inversión colectiva, a las que les resultan de aplicación todas las previsiones de la LIIC, RIIC y demás normativa de desarrollo previstas para las instituciones de inversión colectiva ordinarias, excepción hecha de aquellas cuestiones que no resulten aplicables, en base a las especialidades de su propio régimen.

Como se señaló al comienzo de este trabajo, una de las características o principios que han inspirado al regulador español a la hora de elaborar la normativa española ha sido el de la protección del inversor. Para dar cumplimiento efectivo a ese principio la norma establece diferentes posibilidades de inversión, en función del público objetivo al que cada una de ellas se dirige. Así, el RIIC establece las tres posibilidades siguientes:

1) Una primera es la inversión indirecta que puede acometer cualquier institución de inversión colectiva general (sociedad de inversión de capital variable – SICAV- o Fondo de Inversión –FI).

Y otras dos, a través de las específicas instituciones que se recogen en el artículo 43 y 44 del RIIC:

2) la inversión a través de las denominadas instituciones de inversión colectiva de inversión libre (IICIL), dirigidas principalmente a determinados inversores, a los que se denomina “inversores cualificados” y cuyo perfil normativo analizaremos más adelante. Se trata pues de la Inversión directa en un “Hedge Fund”.

3) la inversión a través de las denominadas instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión libre (IICIICIL), que se caracterizan por invertir mayoritariamente en otras IICIL y que es lo que habitualmente se denomina fondos de fondos y que invierten en otros HFs.

Adicionalmente, el Real Decreto 362/2007, de 16 de Marzo de 2007, ha dado entrada a los fondos que invierten principalmente en un único fondo de IICIL o IICIICIL a los que le serán de aplicación todas las disposiciones aplicables a estas instituciones. Por ello, en esta nota nos limitaremos a comentar las instituciones reguladas en el art. 43 y 44 del Reglamento de IICs.

La norma establece respecto de estas dos últimas 2) y 3) unos requisitos adicionales que deben ser cumplidos para que sea posible la inversión. Dichos requisitos pretenden garantizar que el inversor sea informado de manera suficiente y adecuada acerca de la inversión, de manera que cuando decida llevarla a efecto sea consciente y asuma la tipología de la inversión y los riesgos que tales inversiones conllevan. Adicionalmente, en lo que se refiere a la inversión en IICIL, la norma establece unos requisitos adicionales de cualificación del inversor, mediante el establecimiento de un importe mínimo a desembolsar para poder suscribir, norma que pretende restringir el público objetivo al que pueden dirigirse.

a) La inversión genérica de Fondos o Sociedades de Inversión españolas en IICs de Inversión Libre directas o indirectas.

Con carácter general, cualquier institución de inversión colectiva (sea Fondo o Sociedad de Inversión) podrá invertir hasta un máximo del 10 por 100 de su patri-

monio o activo (junto a los otros tipo de activos e instrumentos financieros que se señalan en el artículo 36, letra j del RIIC) en IICS DE INVERSION LIBRE y/o en IICS DE IICS DE INVERSION LIBRE. Esa posibilidad de inversión que será decidida por la gestora, en el caso de fondos de inversión, o por la gestora o consejo de administración, según proceda, en el caso de Sociedad de Inversión de Capital variable, deberá ser recogida en el folleto explicativo de la institución de la que se trate que, adicionalmente y para conocimiento del inversor, deberá contener información sobre los riesgos que esa tipología de inversión conlleva.

Con esta posibilidad de inversión, que supone conceptualizar a las IICs de inversión libre como activos aptos con carácter general para el resto de instituciones de inversión colectiva, cualquier accionista o partícipe de una institución de inversión colectiva puede acceder de manera indirecta y diversificada a las ventajas y/o riesgos que la inversión en gestión alternativa supone.

b) Inversión específica y directa en IICs de Inversión Libre.

Como se indicó en la introducción de este artículo, la gran novedad que ha aportado el RIIC en esta materia ha sido el admitir que puedan constituirse en España, ya sea en forma societaria o en forma de fondos de inversión, instituciones específicas que de manera principal realizan gestión alternativa, y que además, éstas puedan ser adquiridas o suscritas en España por los clientes que así lo deseen. Siempre que cumplan los requisitos que establece la norma para cada una de las clases de instituciones de inversión libre.

Las instituciones de inversión libre española son aquellas Sociedades de Inversión Libre (abreviatura, SIL) o fondos de inversión libre (abreviatura, FIL) que presentan las especialidades y requisitos que se regulan en el artículo 43 del RIIC y que son, entre otros, los siguientes:

- a) El desembolso mínimo inicial se establece en 50.000 Euros.²³
- b) Solo se podrán realizar actividades de comercialización si estas van dirigidas a inversores cualificados.

Sobre este requisito entendemos necesario aclarar previamente que la LIIC entiende como publicidad para la comercialización toda forma de comunicación dirigida a potenciales inversores con el fin de promover, directamente o a través de terceros que actúen por cuenta de la institución o la sociedad gestora, la suscripción o la adquisición de participaciones o acciones de una institución de inversión colectiva. La definición de inversor cualificado²⁴ incluye a las entidades

²³ La cifra de 50.000 Euros es congruente con la que se determina como importe mínimo de suscripción que, de concurrir, puede conceptualizar una oferta de valores como oferta privada, tal y como se recoge en el artículo 30 de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 38 del Decreto de Emisiones.

²⁴ El concepto de inversor cualificado viene delimitado por el artículo 39 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de Noviembre que transpone la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de Noviembre sobre folletos (“Decreto de emisiones”), dicho precepto tipifica la condición de “inversor cualificado”.

- financieras, gobiernos, organismos internacionales y supranacionales, así como, y esta es la principal novedad en nuestro ordenamiento, a las siguientes personas físicas y jurídicas: i) las personas jurídicas que no sean pequeñas y medianas empresas, ii) las pequeñas y medianas empresas que lo soliciten expresamente, iii) las personas físicas que cumplan los requisitos, al menos dos, de experiencia financiera y/o volumen de su cartera de valores y/o volumen de realización de operaciones en los términos que se recogen en dicho Decreto de Emisiones.
- c) Deberán contar, al menos, con 25 accionistas o partícipes (según sea sociedad o fondo, respectivamente), en la forma y plazos previstos para las IICs ordinarias²⁵.
 - d) De acuerdo con el Real Decreto 362/2007, a condición de que lo exijan las inversiones previstas y a condición de que se recoja en el folleto explicativo del fondo de la sociedad de que se trate, se podrá establecer lo siguiente:
 - i) Que no se otorgue el derecho de reembolso en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo, siempre que éste derecho respete la periodicidad trimestral mínima (o hasta semestral en los casos a que se refiere el Reglamento de IICs).
 - ii) Que se establezcan periodos mínimos de permanencia.
 - iii) Que se limite el importe máximo del reembolso a una fecha, debiendo, en ese caso, establecer reglas de prorrateo.
 - iv) Que se establezca un periodo de preaviso en suscripciones y reembolsos, cualquiera que sea su cuantía.
 - v) Que el pago del reembolso se realice con posterioridad al transcurso del doble del periodo establecido del cálculo del valor liquidativo (VL), a contar desde que se produjo el preaviso, siempre y en todo caso antes de los nueve meses posteriores a la fecha en que se produjo ese preaviso.”
 - e) No le resultarán de aplicación los límites máximos de comisiones, por lo que podrán establecerse las que se consideren acordes con la gestión que se desarrolle.
 - f) Podrán invertir en cualquier instrumento financiero y en cualquier instrumento financiero derivado, cualquiera que sea el subyacente, sin que le resulten de aplicación las normas generales de diversificación, aunque deben ajustar sus inversiones a los principios de liquidez, diversificación y transparencia, en la forma que se determine por la propia institución de inversión libre de que se trate. En definitiva, este tipo de vehículos gozan de una total libertad a la hora de definir y ejecutar su política de inversiones, sin que le sean aplicables las restricciones o límites que se recogen en los artículos 38 y 39 del RIIC, de acuerdo con lo que se indique en su folleto informativo.
 - g) Su límite de endeudamiento constará en el folleto de cada IIC, si bien no puede superar en 5 veces el valor de su patrimonio (a estos efectos, computarán los fondos en efectivo recibidos y no se tendrán en cuenta las operaciones de apalanca-

²⁵ Artículo 5 y 9 de la Ley de IICs

miento tales como la cesión temporal de activos, la financiación recibida por operaciones simultáneas y la venta de valores recibidos en préstamo).

- h) El inversor con carácter previo a la compra/ suscripción deberá dejar constancia expresa y escrita de que conoce los riesgos inherentes a la inversión y debe hacerlo en un documento independiente al de la orden de suscripción o compra (denominado documento de consentimiento del inversor), que debe ser suscrito en el mismo acto que la orden de suscripción, una de cuyas copias debe ser entregada al inversor. Dicho documento aparece regulado en la norma 12^a de la Circular 1/2006 de la CNMV²⁶ sobre las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre y contiene todas las menciones y riesgos que, a juicio del supervisor, deben ser advertidos y conocidos por todo inversor que pretenda adquirir este tipo de instituciones.²⁷

Aunque, según la norma comentada, cualquier inversor que cumpla los requisitos de desembolso mínimo y de suscripción del documento de conocimiento del inversor podría invertir en este tipo de instituciones, pues la exigencia de que tenga la consideración de institucional lo es solo a los efectos de poder realizar actividad publicitaria, parece lógico pensar que este tipo de inversiones no deben ser adquiridas por clientes que no se ajusten a ese perfil de inversor, habida cuenta de la obligación que afecta a las entidades financieras de conocer adecuadamente a su cliente y de la obligación de estas entidades, tal y como exige la propia normativa de IICIL, de que estas ajusten su actuación a las normas de conducta que le resultan exigibles.

c) La inversión de personas físicas y jurídicas indirecta a través de IICs (Sociedades-SICAV o Fondos) de IICs de IICs de Inversión Libre.

Partiendo de la observación anterior, es evidente que no todos los inversores pueden acceder a la compra o suscripción de este tipo de instituciones “directas”. Para aquellos que no pueden acceder a ellas, el regulador español ha dispuesto otra tipo-

²⁶ El documento de consentimiento del inversor, tiene una literatura preconfigurada por la Circular 1/2006, en la que el inversor se identifica mediante nombre y NIF, en el que manifiesta respecto a las IIC de Inversión Libre y las IIC de IIC de Inversión Libre, conocer los riesgos cuya naturaleza son distintos a los fondos de inversión ordinarios puesto que el valor de la inversión puede variar a lo largo del tiempo con independencia de la evolución de las Bolsas o los mercados de renta fija, incluyendo la toma de conocimiento del riesgo de pérdida total o parcial de la inversión, y finalmente de ser activos de liquidez con poca periodicidad inferior a efectos de problemas de disponibilidad de la inversión. Y en concreto, igualmente manifiesta el inversor que: ha sido informado sobre la política de inversión de la IIC, los riesgos inherentes de la inversión, la frecuencia en que se garantiza la liquidez, el régimen de preavisos (para el reembolso), el límite máximo de reembolsos en una misma fecha, el periodo de permanencia mínima de la inversión, las comisiones y gastos tanto directos como indirectos y la posibilidad de reembolsos en especie en los supuestos de IIC de Inversión Libre.

²⁷ De acuerdo con el Real Decreto 362/2007 el documento no resulta exigible a los inversores cualificados ni cuando exista un contrato de gestión discrecional de carteras de inversión que autorice a invertir en este tipo de activos, a condición de que el propio contrato contenga advertencias equivalentes a la del documento citado, según lo establecido en la normativa reguladora de la OM de 7 de Octubre de 1999, de desarrollo del Código General de Conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión, y sus normas de desarrollo.

logía especial que permitirá que los inversores que las adquieran accedan a la inversión alternativa de manera indirecta, mediante otros vehículos de inversión, fondos o sociedades, que inviertan mayoritariamente en otras instituciones de inversión colectiva de inversión libre, si bien con unas limitaciones en cuanto a las posibilidades de inversión y activos aptos y estableciendo exigencias de diversificación, pero manteniendo, tal y como se comentará, el mismo nivel de información y conocimiento de riesgos por parte de los inversores a los que se dirige.

Esas instituciones son las denominadas Instituciones de Inversión Colectiva de Instituciones de de Inversión Colectiva de Inversión Libre (IICIICIL) que son aquellas IICS (en forma de Sociedad de Inversión Libre - abreviatura SIL- o en forma de fondo de inversión libre -abreviatura, FIL) que cumpliendo los requisitos exigibles al resto de Instituciones de Inversión Colectiva, entre ellos el número mínimo de (100) accionistas o (100) partícipes, presentan, entre otras, las siguientes particularidades:

- a) Al menos el 60 % de su activo se invertirá en IICS DE INVERSION LIBRE, constituidas en España o en cualquier otras IICS extranjeras que i) sea similar, o ii) esté domiciliada en un país OCDE, o iii) cuya gestión haya sido encomendada a una sociedad gestora sujeta a supervisión en un país OCDE. Además la Orden ministerial de Instituciones de Inversión Libre²⁸ ha ampliado las posibilidades de inversión a , iv) IICs cuya gestión haya sido encomendada a una entidad que desarrolle funciones similares a las de sociedad gestora y con análogas exigencias de responsabilidad y sujetas igualmente a supervisión con domicilio en un país OCDE, y v) Sociedades de inversión, sociedades de cartera y vehículos o estructuras asimilables, cuyos documentos establezcan normas de inversión similares a las de las IICs de inversión libre, que tengan por finalidad replicar una IIC de estas características (*conocidas como “managed accounts”²⁹ o en su traducción al castellano “cuentas en administración o en gestión”*) y que estén domiciliadas en un país OCDE o que la entidad encargada de la gestión este sometida a supervisión y tenga domicilio en un país OCDE.

Con esta categoría de instituciones, sociedades, vehículos o estructuras el regulador español ha pretendido dar cabida como activo apto a la mayoría de las categorías de “HFs” conocidos, si bien con la exigencia de que esas instituciones, sociedades, vehículos o estructuras o, al menos, su gestora, estén supervisadas y tengan su domicilio en un país perteneciente a la OCDE.

²⁸ ORDEN EHA/1199/2006, de 25 de abril, por la que se desarrollan las disposiciones de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, relativas a las instituciones de inversión colectiva de inversión libre y las instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión colectiva de inversión libre y por la que se habilita a la CNMV para dictar diversas disposiciones.

²⁹ “Managed accounts”, son cuentas que aunque son gestionadas o administradas por el gestor, siguen siendo titularidad del inversor, la ventaja que tienen es que ofrecen una liquidez semanal e incluso diaria, minimizando problemas de regulación o riesgo operacional. El problema es que tienen un historial de resultados poco favorables.

Respecto del porcentaje del patrimonio no invertido en los vehículos señalados en los párrafos anteriores (hasta un máximo del 40 por ciento de su patrimonio) deberá ser invertido en el resto de activos aptos para la inversión que se recogen en la LIIC y RIIC para el resto de instituciones de inversión colectiva ordinarias, y cumpliendo el resto de requisitos de diversificación y aptitud exigibles.

- b) Se establece una diversificación al exigirse que no podrá invertirse más del 10% del patrimonio en una única IIC de inversión libre apta. Adicionalmente, esas IICs no podrán invertir a su vez en otras IICs de IICIL.
- c) El valor liquidativo se aplicará al menos trimestralmente y las suscripciones y reembolsos de participaciones - o compras y ventas de acciones - se realizarán con la misma periodicidad. Se aplica a este tipo de IICs la misma posibilidad comentada para las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre de que no se otorgue derecho de reembolso en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo, siempre que el derecho de reembolso respete la periodicidad trimestral mínima (hasta semestral en los casos a los que se refiere el Reglamento de IICs), así como de difundir estimaciones preliminares o indicativas del valor liquidativo. Igualmente, siempre que lo exijan las inversiones previstas y se recojan en el folleto explicativo del fondo o sociedad de la que se trate y previa autorización de CNMV, se podrá i) establecer un periodo mínimo de permanencia para poder ejercitar el reembolso, ii) limitar el importe máximo de reembolso a una fecha, debiendo, en ese caso, establecerse reglas de prorrateo, y sobre todo, iii) se admitirá la posibilidad de que el pago de reembolso se realice con posterioridad al transcurso del doble del periodo establecido para el cálculo del valor liquidativo, a contar desde que se produjo el preaviso, y siempre y en todo caso antes de expirar los seis meses posteriores a la fecha en que se produjo ese preaviso.³⁰
- d) Tampoco le resultarán de aplicación los límites máximos de comisiones.
- e) El Folleto debe mencionar el objetivo, la política de inversiones, los riesgos inherentes, el perfil de riesgo, el plazo mínimo de preaviso para reembolso y las comisiones y gastos que se soportarán. Adicionalmente, tanto en el folleto como en cualquier promoción que se realice deben destacarse de forma visible los especiales riesgos que la inversión comporta.
- f) El inversor deberá suscribir el mismo documento de consentimiento del inversor que aparece regulado en la norma 12^a de la Circular 1/2006 de la CNMV, comentado para las IICs de inversión libre.³¹

³⁰ Así, también, siempre que se recoja en el folleto explicativo del fondo o sociedad de la que se trate y previa autorización de CNMV, se podrá i) establecer un periodo mínimo de permanencia para poder ejercitar el reembolso, ii) limitar el importe máximo de reembolso a una fecha, debiendo, en ese caso, establecerse reglas de prorrateo, y sobre todo, iii) se admitirá la posibilidad de que el pago de reembolso se realice con posterioridad al transcurso del doble del periodo establecido para el cálculo del valor liquidativo, a contar desde que se produjo el preaviso, si bien, en el caso de que el cálculo del valor liquidativo sea trimestral o con periodicidad superior el reembolso se pagará antes de los 6 meses posteriores a la fecha en que se produjo ese preaviso

³¹ Este documento no será exigible tampoco a los inversores cualificados ni a aquellos que tengan suscrito un contrato de gestión discrecional de carteras de inversión que autorice a invertir en este tipo de activos.

V. Formas Jurídicas de comercialización y la comercialización de IICIL extranjeras. La protección del inversor-consumidor.

a) Comercialización de IICs extranjeras y “Hedge Funds”.

Al inicio de este trabajo se hizo constar que hasta la entrada en vigor de la normativa vigente de IICs no era posible comercializar en España instituciones extranjeras de inversión libre (“HF”) dado que se trataba en todo caso de instituciones no armonizadas que no podían acceder al pasaporte comunitario.

No obstante, de acuerdo con la normativa vigente esta posibilidad se ha abierto, al menos en el plano teórico, fundamentalmente porque al existir en España el reconocimiento de estas instituciones de inversión libre, las gestoras o instituciones podrán acogerse al procedimiento que se contiene en los artículos 15.2 de la LIIC y 19 del RIIC, aplicable a la comercialización de IICS de carácter abierto no sometidas a la Directiva 85/611/CEE. En todo caso, por la imposibilidad de acceder al pasaporte comunitario, esa comercialización se sujeta a la previa y preceptiva autorización y registro ante la CNMV, que solo podrá obtenerse de cumplirse los siguientes requisitos:

- a) Acreditando que la normativa española regula la misma categoría de IIC a la que pertenece la institución extranjera y de que la IIC está sujeta en su Estado de origen a una normativa específica de protección de los intereses de los accionistas o partícipes semejante a la normativa española en esta materia.
- b) Presentando un Informe favorable de la autoridad del Estado de origen a la que esté encomendado el control e inspección de la IIC con respecto al desarrollo de las actividades de ésta.

Acreditados tales extremos, las instituciones se someterán a los siguientes requisitos adicionales ante CNMV:

- i) Deben aportar y registrar los documentos acreditativos de la sujeción de la institución y sus acciones, participaciones o valores representativos de su capital o patrimonio al régimen jurídico que les sea aplicable.
- ii) Deben aportar y registrar los estados financieros de la institución, preparados y auditados de acuerdo con la legislación aplicable.
- iii) Deben aportar, aprobar y registrar ante CNMV un folleto informativo y debe ser publicado.

Una vez sean autorizadas estas instituciones, deberán cumplir las mismas obligaciones de información que están establecidas para las instituciones de inversión colectiva armonizadas en el artículo 15 de la LIIC y en la normativa de desarrollo, especialmente en la Circular CNMV 3/2003 de 29 de Diciembre y, desde su entrada en vigor, en sustitución de aquella, de la Circular CNMV 2/2006 de 27 de Junio.

No obstante lo comentado, conviene precisar que la Comisión Nacional del Mercado de Valores dispone de un importante grado de discrecionalidad para denegar la autorización, incluso en el caso de que haya cumplido los extremos exigibles. Así, podrá denegar la autorización por los motivos que se recogen en la propia LIIC en el caso de que la propia CNMV entienda que pueden no garantizarse o cumplirse las normas y obligaciones que afecten a la ordenación y disciplina del mercado de valores, la protección del inversor, o por otros motivos de prudencia, porque entienda que puedan existir perturbaciones de competencia entre las instituciones españolas y extranjeras, o por que el país de origen de la institución no dé un trato equivalente a las instituciones españolas.

b) La protección del inversor.

La protección del inversor ha sido, tal y como se comentó, el principio fundamental que ha guiado la actuación de la CNMV y del regulador español.

Por ello, su actuación ha tenido en consideración o ha pretendido garantizar, entre otras, las siguientes cuestiones:

- Que el inversor tenga una comunicación adecuada del Valor de esas inversiones. Dado que el inversor no tiene ningún otro medio para comprobar y contrastar la veracidad del rendimiento neto de su inversión, ni el valor de la misma, a los efectos de la toma de decisión de inversión o reembolso, deberá extremarse el celo en que se objetivase con criterios prudentes las premisas de valoración de la inversión por parte del gestor del IICIL o de su administrador.
- Que se evite a toda costa el efecto de publicidad subliminal que pudiera tener el uso de la mención “fondos de inversión libre”, a fin de evitar que el inversor estimase que esa libertad implica la obtención de una mayor remuneración³² por la ausencia de limitaciones en las estrategias de inversión.

Para paliarlo, la propia CNMV se ha planteado la necesidad de realizar una difusión de una serie de publicaciones, informaciones, cursos, así como la realización de una activa inculturización financiera para transmitir que la inversión libre supone realmente la inversión en productos de alto riesgo. Ya en su faceta de supervisor le corresponderá desplegar toda su capacidad tuitiva para vigilar que en las comercializaciones activas se traslade a los inversores los riesgos que estas inversiones conlleven, a fin de que las mismas se realicen con total transparencia y sin traslado de mensajes engañosos, haciendo especial hincapié, también, que pasadas rentabilidades o resultados históricos, en este caso con más fundamento, no aseguran en absoluto rendimientos futuros.

³² Cfr. “Estudios sobre la industria de hedge funds”. CNMV Pág.117

Adicionalmente, y teniendo en cuenta las particularidades de la distribución en España de este tipo de instituciones, en las que las entidades bancarias se convierten en un pilar principal, la propia CNMV ha entendido que la promoción de estos productos a través de sucursales bancarias debe hacerse con la suficiente responsabilidad, al igual que se ha venido haciendo por parte de dichas entidades a la hora de formalizar productos estructurados con garantía del capital invertido.³³

Así, en lo que se refiere a los clientes se les deberá informar claramente de los problemas de reembolso o falta de liquidez³⁴ de este tipo de inversiones, de las obligaciones de mantenimiento de la inversión durante un plazo de tiempo determinado, y de los plazos de preaviso mínimo para ejecutarse el reembolso de la inversión, caso de que existan dichas limitaciones. La CNMV entiende que en todo caso debe figurar todo ello de forma destacada por su formato en la literatura promocional y contractual, con caracteres que resalten dichas características.

La propia CNMV manifiesta que el inversor no cualificado tiene una cierta aversión al riesgo, como se deduce del éxito de los fondos garantizados. Pero también es consciente de que pueden existir entre ellos la demanda de productos, como los de inversión libre, en búsqueda de una mayor rentabilidad, por lo que su preocupación es garantizar una adecuada distribución entre esos inversores minoristas, estableciendo cauces idóneos de venta, información y advertencias, incluyendo la publicidad.

En descargo de las grandes entidades financieras conviene poner de manifiesto que desde hace tiempo, éstas viene asumiendo “protocolos de actuación” y normativas internas respecto a la catalogación de los productos de riesgos y su conocimiento por la red para su distribución, y la segmentación de la clientela y su “perfil de riesgo” para operaciones de colocación de inversión. También vienen estableciendo los criterios para eliminar los riesgos que pueden suponer el ejercicio del doble papel de asesor y comercializador de productos de inversión.

En lo que afecta a la actividad futura sobre “HFs”, las entidades deberán extremar el celo en la elaboración y supervisión de los procedimientos de comercialización, así como en la asignación de presupuestos de colocación realistas a sus comerciales acordes a la segmentación de la clientela y a los perfiles de la plaza bancaria, facilitando al efecto una información clara y de calidad. Además, las entidades financieras deberían de cuidar que las bonificaciones comerciales de sus empleados no contaminen sus labores de asesoría al cliente, y la necesaria objetividad e imparcialidad de su actuación en la valoración de la idoneidad del cliente. Para ello, las entidades deberán establecer sistemas de control interno que permitan la prevención general de este tipo de actuaciones de sus apoderados en la red de sucursales.

³³ Cfr. “Estudios sobre la industria de hedge funds”. CNMV”pag. 115

³⁴ Existen limitaciones a los reembolsos que hemos denominado “lock-up”o diferimiento del pago del reembolso que se justifica en la falta de liquidez de los activos en que invierte el vehículo.

Todas estas actuaciones y cautelas se verán aún más reforzadas, si cabe, como consecuencia de la transposición a la normativa española de la Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004, sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) y sus Directivas y Reglamentos de Desarrollo.

c) Consideraciones generales sobre la protección del inversor.

Tras el preámbulo anterior, pasamos a analizar de qué manera se recoge la protección del inversor en la regulación específica de instituciones de inversión libre.

Con independencia de las cuestiones generales anteriores, la regulación que ha sido objeto de comentario en este artículo pone de manifiesto que el regulador y supervisor quieren introducir las IICL en España, si bien adecuándolas al perfil del inversor y en el ánimo de que en todo momento se garantice la protección del inversor, tal y como se manifiesta de la lectura de las especialidades exigidas a cada una de las tipologías de instituciones de inversión libre reconocidas en España que establecen un diferente tratamiento, habida cuenta del público objetivo al que cada una de ellas se dirige.

Así, por lo que se refiere a las IICs de inversión Libre (IICIL) la protección del inversor se realiza en una doble dirección. En una primera, al establecer unos requisitos de acceso para la compra o suscripción que limitan el número y tipología de clientes que las pueden adquirir; y en una segunda dirección, ya por lo que respecta a los clientes que acceden o puedan acceder a ese tipo de inversiones, estableciendo unas exigencias de información y advertencia de riesgos adecuada, que deben ser cumplidas a través del folleto informativo de la institución y del documento de conocimiento de riesgos.

Además, el folleto informativo de la institución se convierte en el documento fundamental para este tipo de instituciones, pues recoge toda la información que debe ser conocida y facilitada a los potenciales inversores, entre ellas, los criterios para la valoración de activos, límites de endeudamiento, posibles conflictos de intereses al realizar operaciones vinculadas, comisiones y gastos aplicables y plazos de preavisos mínimos aplicables a los reembolsos.

El regulador ha entendido, sin embargo, que esa protección no es suficiente en el caso de las **Instituciones de Inversión Colectiva en Instituciones de Inversión Colectiva de Alto Riesgo (IICIICIL)**, dado que el público objetivo al que se dirige es universal, por lo que se ha decidido llevar a efecto una regulación más tuitiva en favor de los inversores. Es por ello, que a este tipo de IICIICIL se les exige que las instituciones, sociedades, vehículos o estructuras en las que se invierta sean españolas o extranjeras y que, en este último caso, estén ellas o, al menos, sus sociedades gestoras, supervisadas y tengan su domicilio en un país perteneciente a la OCDE. Con ello se pretende garantizar que exista una mínima supervisión en el vehículo en el que se invierta, a fin de excluir la posibilidad de invertir en aquellos activos, estructuras o vehículos que se constituyen en territorios en los que no existe una entidad supervisora homologable a los parámetros de la OCDE.

Además, su folleto informativo debe mencionar el objetivo, la política de inversiones, los riesgos inherentes, el perfil de riesgo, el plazo mínimo de preaviso para reembolso y las comisiones y gastos que se soportaran. Adicionalmente, tanto en el folleto como en cualquier promoción que se realice deben destacarse de forma visible los especiales riesgos que la inversión comporta.

No obstante las diferencias que han sido comentadas, la normativa recoge una exigencia común, a cumplir tanto para el caso de adquisición o suscripción de una IICIL como de una IICIICIL, consistente en que los inversores que accedan a este tipo de inversiones deben ser informados y deben entender y asumir los riesgos inherentes a este tipo de inversiones. Para acreditar que la entidad comercializadora ha cumplido su obligación de informar y que el inversor ha entendido esa inversión propuesta y que asume los riesgos, debe firmar el **documento de consentimiento del inversor** que se ha mencionado anteriormente y que se encuentra regulado en los artículos 43 y 44 del RIIC y en la Circular 1/2006 de la CNMV.

Las entidades comercializadoras vienen obligadas, también en esta materia, a actuar de acuerdo con las normas de conducta que le son exigibles, por lo que el documento no debe recogerse solo con una finalidad probatoria o de salvaguarda, y deben poner en conocimiento de su clientela los riesgos inherentes a las inversiones que se proponen, con la finalidad de que estos sean entendidos y aceptados por los clientes.

El documento de conocimiento de riesgos se convierte en documento esencial y se constituye en presupuesto necesario para que la inversión pueda materializarse. Además, debe tener el contenido literal que se recoge en la norma 12 de la citada Circular 1/2006 de CNMV, sin que sea posible que las entidades comercializadoras lo alteren o modifiquen. En base a él, el inversor, o su representante debe consentir los siguientes extremos:

- Que conoce que los riesgos que se asumen son de naturaleza y grado distintos a los de los fondos de inversión ordinarios.
- Que el valor de la inversión puede variar substancialmente a lo largo del tiempo y puede hacerlo sin guardar relación con la evolución de las Bolsas o de los mercados de renta fija.
- Que se puede perder parte de la inversión y, en casos extremos, toda ella.
- Que la inversión en este tipo de IICs tiene mucha menos liquidez que los fondos de inversión ordinarios, por lo que no se debe aconsejar a quien pueda tener necesidades apremiantes de dinero. A este respecto, conviene señalar que este tipo de instituciones pueden prever un límite máximo a los reembolsos en una misma fecha, pueden exigir un período de permanencia mínimo de la inversión y/o, en el caso de IICs de inversión libre (IICIL) el de establecer la obligación de recibir reembolsos **en especie**.³⁵

³⁵ Ver nota 26 y 31.

Con independencia de lo anterior, la norma pretende que el inversor español de las IICIL y las IICIICIL tengan la misma información que el accionista o partícipe de cualquier otra institución de inversión colectiva “ordinaria.” Por ello, la norma exige que las Instituciones de Inversión Libre confeccionen los mismos documentos informativos que el resto de esas instituciones de inversión colectiva ordinarias. Así, deben confeccionar un folleto completo, un folleto simplificado y, periódicamente, los correspondientes informes trimestrales, semestrales y anuales. Igualmente, las obligaciones de entrega y remisión de información a los accionistas o partícipes que adquieran estas instituciones, tanto con anterioridad a la adquisición como con posterioridad, se ajustará al régimen general que se establece en el artículo 18 de la propia LIIC, sin ninguna particularidad.

No obstante, todos los documentos informativos de estas instituciones deben realizarse ajustándose a las particularidades que se recogen en la norma 13 y 14 de la Circular 1/2006 de CNMV.

Por último, la normativa vigente establece unas exigencias adicionales que deben ser cumplidas por las Sociedades Gestoras y/o Depositarias de este tipo de instituciones de inversión libre. Así, las **sociedades gestoras** de las IICIL e IICIICIL o, en su caso, las sociedades que se autogestionen, deberán adaptar sus estatutos, medios y estructura para cumplir con los requisitos específicos que se establecen en la Circular 1/2006 de CNMV, derivados de la especialidad de estas instituciones, y las **sociedades depositarias**, de acuerdo con lo que establezca CNMV, deberán establecer “sistemas de control” destinados a garantizar que la selección de inversiones se adecua a la normativa vigente.

VI. IICs cerradas- Previsiones del Real Decreto 1310/2005, de 4 de Noviembre

Con independencia de lo dicho en este artículo no debemos olvidar que a través del Real Decreto 1310/2005, de 4 de Noviembre, se ha llevado a efecto la transposición al derecho español de la Directiva de Folletos (Directiva 2001/34/CE) que, entre otros, tiene como objeto regular los requisitos y procedimientos aplicables a la admisión a negociación de valores negociables en los mercados secundarios oficiales, así como a las ofertas públicas de venta o suscripción de valores negociables. Dicho Reglamento resulta de aplicación a las instituciones de inversión colectiva cerradas, que serán aquellas no incluidas en la definición de instituciones de inversión colectiva de tipo abierto que se recoge en el propio Decreto (artículo 4, letra e)³⁶.

³⁶ Según dicho artículo son de tipo abierto “los fondos de inversión y sociedades de inversión cuyo objeto sea la inversión colectiva de los fondos captados entre el público y cuyo funcionamiento este sometido al principio de reparto de riesgos, y cuyas acciones o participaciones sean, a petición del tenedor, recompradas o reembolsadas, directa o indirectamente, con cargo a los activos de estas instituciones. Se equipará a estas recompras o reembolsos el hecho de que una institución de inversión colectiva actúe a fin de que el valor de sus participaciones en un mercado secundario oficial o en cualquier otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea no se desvíe sensiblemente de su valor liquidativo.”

Estas características concurren, en principio, en todas las instituciones de inversión colectiva españolas, tanto fondos como sociedades de inversión, habida cuenta del funcionamiento específico de las mismas que se recoge en la norma de IICS, por lo que el ordenamiento jurídico español desconoce la existencia de este tipo de instituciones cerradas. Por el contrario, si podrán existir en España instituciones extranjeras cerradas que se oferten al público y, en ese caso, deberán hacerlo cumpliendo el régimen y requisitos que se recogen en este Decreto de Emisiones, en lugar de la normativa de IICs.

Incluso, si la institución cerrada dispone de un folleto aprobado por la autoridad supervisora de su Estado miembro de origen de la Unión Europea, dicho folleto, y sus suplementos, serán válidos en España sobre la base de la validez transfronteriza de los folletos aprobados en otros Estados miembros de la UE, de acuerdo con lo dispuesto en el Decreto de emisiones, pudiendo ofertarse las mismas en España en régimen de oferta pública dirigida a todo tipo de inversores sobre la base del folleto aprobado en el Estado de origen o, caso de concurrir los requisitos aplicables a las Ofertas Privadas que se regulan en la Ley del Mercado de Valores y en el propio Decreto de Emisiones, dirigiéndose únicamente a cierto tipo de inversores.

VI. Conclusiones

- Los Hedge Funds dan cabida a las estrategias de inversión basadas en el apalancamiento financiero y en la libertad de elección de las inversiones.
- En España tienen entrada los Hedge Funds a través de la inversión que puede acometer cualquier institución de inversión colectiva general, así como a través de las específicas instituciones que se recogen en el artículo 43 y 44 del RIIC, la inversión a través de las denominadas instituciones de inversión colectiva de inversión libre (IICIL) y la inversión a través de las denominadas instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión libre (IICIL), que invierten mayoritariamente en otras IICIL.
- La inversión directa en Hedge Funds puede comercializarse solo entre inversores cualificados.
- Los inversores no cualificados tienen un acceso más limitado a los Hedge Funds, bajo ciertas condiciones establecidas en la normativa de aplicación.
- El principio rector de toda la normativa española es la protección del inversor, de manera que se exige que el ofrecimiento y adquisición de los productos Hedge Funds se adecue al perfil del inversor, que se informe a dicho inversor, que éste entienda y asuma los riesgos de la inversión, suscribiendo al efecto el documento de consentimiento establecido en la normativa.
- Con la normativa vigente, completada con la modificación del Reglamento de IICs que afecta al derecho de reembolso y a su ejercicio y liquidación, se podrá desarrollar en España de manera definitiva la inversión en Hedge Funds.

– Cabe la posibilidad, cumpliendo los requisitos legales, de solicitar autorización para la comercialización en España de Hedge Funds extranjeros.

Bibliografía

- CAMBON MURCIA, María Isabel. “*Instituciones de Inversión Alternativa*”.
Dcción. de Estudios y Monografías de la CNMV. (Julio 2004, Monografía
núm.6).
- BANCO CENTRAL EUROPEO, “*Hedge Funds: Evolución e implicaciones*”. (Ene-
ro 2006), Boletín Mensual, págs. 69-83.
- VV.AA., “*Estudio sobre la industria de Hedge Funds*”. Servicio Informes y Publica-
ciones de la CNMV (Febrero 2006), disponible en la página web
<http://www.cnmv.es/index.htm> ‘Informes y Publicaciones’.
- VV.AA., “*Fondos Hedge, conceptos y estrategias*”, Madrid, Fundación de Estudios
Financieros, Edit. Pirámide.