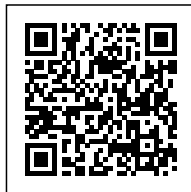


# A NEW ERA FOR EU FUNDS REGULATION

Posted on 04/01/2011



Category: [Banking & Finance](#)



**November 10 saw the European Parliament formally approve the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD). This is a complex body of legislation that will clearly need further analysis and development, but the immediate consequence is that, for the first time, investment funds will be regulated at the European level.**

**As a result, no manager of an alternative investment fund covered by the Directive can do so without the authorisation of the relevant regulatory body, or operate beyond its scope – funds must comply at all times with the conditions imposed by the authorisation.**

**The Directive should come into force in early 2011 and be transposed into national law and applied by Member States by 2013. The competent body to authorise the management of an AIF will be the relevant financial regulator of the Member State in which the fund has its domicile.**

1. Aprobación y entrada en vigor de la directiva. Próximos hitos

## **1.1. APROBACIÓN.**

El Parlamento Europeo ha aprobado el 10 de noviembre (con 513 votos a favor, 92 en contra y 3 abstenciones) la AIFMD. El ECOFIN adoptará formalmente la Directiva el día 17 de noviembre.

Con la probación de la Directiva culmina, por el momento, un proceso que se inició en 2007 y que se reavivó en 2009 con la propuesta de Directiva formulada por la Comisión (cuyo texto inicial ha experimentado considerables modificaciones). Si bien el texto que ahora se ha aprobado adolece de su vicio de origen (ignorar la verdadera naturaleza del negocio del capital riesgo), por lo que resulta inadecuado e imperfecto y motivo por el cual no gusta a la industria, sirve al menos para dotar a los inversores de cierta seguridad jurídica.

## **1.2. PRÓXIMOS HITOS.**

La Directiva entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el DOCE (se espera que en los tres primeros meses de 2011) y tendrá que ser implementada en las legislaciones nacionales en un plazo de dos años a contar desde dicha publicación (por tanto durante los tres primeros meses de 2013). Durante el período de transposición, los regímenes nacionales aplicables a terceros países continuarán en vigor, si bien sujetos a unas condiciones mínimas de armonización de los mismos.

En 2015 el pasaporte europeo entrará en vigor para gestores de Fondos de Inversión Alternativos (FIA) no europeos mediante la adopción de la correspondiente norma por la Comisión Europea.

En 2017 la Comisión iniciará un proceso de consultas públicas con el objeto de revisar la aplicación y el objeto de la Directiva.

En 2018, los regímenes nacionales de comercialización privada aplicables a terceros países finalizarán, tras la adopción de la correspondiente decisión por la Comisión Europea. En consecuencia, el pasaporte será el único régimen posible para los gestores no Unión Europea (UE) de operar en la UE.

## **2. ¿Por qué esta directiva?**

Dejando al margen la indudable voluntad política de lograr un golpe de efecto, en cuestión de imagen, tras las crisis financiera mundial, la idea que subyace tras la aprobación de la misma es la de regular una actividad que no lo está ni por la directiva UCITS ni por la MIFID.

Asimismo, con la aprobación de la Directiva se pretende incentivar a los gestores de fondos FIA a que constituyan sus fondos en territorios OCDE, y no en paraísos fiscales, con el fin de mitigar la evasión fiscal, el riesgo sistémico y de poder regular la gestión y distribución de los FIA en general.

Se pretende, también, lograr una mayor transparencia al establecer una serie de obligaciones de información con las que deberán cumplir los gestores de FIA. Así, por ejemplo: deberán presentar Cuentas Anuales auditadas; comunicar a los inversores los principales instrumentos con los que negocien, la estrategia de inversión y objetivos; la exposición y concentraciones de riesgo, etc. Los requisitos de información serán más exigentes en aquellos casos en los que el FIA adquiera el

control<sup>[1]</sup> de la entidad en la que inviertan. Así, por ejemplo, la obligación de informar a la compañía y a sus accionistas acerca de la intención del FIA con respecto a operaciones futuras a llevar a cabo por la compañía y las posibles repercusiones en el empleo y en las condiciones de empleo de la misma.

### **3. ¿Ha finalizado el proceso?**

No. Muchas cuestiones técnicas aún están por definir. Dicha definición se hará durante la implementación del Nivel 2 por la Comisión, quien ha señalado que adoptará nada menos que 97 medidas de desarrollo de la Directiva, y su transposición a las legislaciones nacionales. Por tanto, el proceso está lejos de poderse dar por terminado.

La implementación tendrá que ser acordada y aprobada por la Comisión junto con la nueva Autoridad Europea de los Mercados y Valores (ESMA)

### **4. ¿Cuáles son las consecuencias derivadas de la aprobación de la directiva?**

Tratándose de un texto denso y complejo, por el momento resulta muy difícil analizar en profundidad las implicaciones prácticas que la aprobación de la AIFMD tendrá.

La primera consecuencia de la aprobación de la AIFMD es que, por primera vez, el capital riesgo estará regulado a nivel europeo, lo que significará que se adoptarán un conjunto de reglas armonizadas relativas a la comercialización y gestión de los FIA. Ello entrañará la imposición de obligaciones significativas, tanto a nivel de los fondos que se comercialicen en Europa, como de las gestoras de los mismos, lo que implicará un aumento de los costes de gestión. Algunos comentarios apuntan a que ello implicará que los fondos grandes se harán más grandes y que algunos pequeños desaparecerán. Ello implicará que en España deberá modificarse la actual ley de capital riesgo para adaptarla a la Directiva.

### **5. ¿A quién se aplicará la directiva?**

La Directiva se aplicará a las entidades establecidas en un Estado Miembro de la Unión Europea que gestionen uno o más FIA (con independencia de dónde estén constituidos los mismos).

Asimismo, la Directiva se aplicará a los gestores que estén establecidos fuera de la Unión Europea siempre y cuando gestionen FIA establecidos en Europa o que comercialicen FIA en la Unión Europea.

Por tanto, la AIFMD obligará a todos los gestores de FIA que operen en la Unión Europea:

- (i) ya sean gestores de la UE que gestionen FIA (estén en la UE o fuera de ella);
- (ii) gestores no UE que gestionen FIA en la UE; y
- (iii) gestores no UE que comercialicen FIA en la UE (ya sean FIA localizados en la UE o fuera de ella).

### **6. ¿Qué debemos entender por fia?**

Aquellas instituciones de inversión colectiva (o sus compartimentos) que (i) levanten capital entre inversores; (ii) con vistas a invertirlo en beneficio de dichos inversores de conformidad con una política de inversión definida y (iii) no estén cubiertos por la Directiva de UCITS.

Los FIA autogestionados deberán ser objeto de aprobación fondo a fondo.

## **7. ¿Quiénes no están obligados a cumplir con la directiva?**

En consecuencia con lo dicho en el apartado anterior, quedarían excluidos, los family offices que se limiten a invertir el capital de sus inversores sin levantar capital ajeno, pero incluiría a fondos inmobiliarios, fondos de inversión libres, con independencia de que sean fondos abiertos o cerrados, de que coticen o no y de que sean feeder funds o master funds.

Asimismo quedan excluidos de la Directiva, entre otros, las instituciones supranacionales (Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional), bancos centrales; gobiernos nacionales, regionales o locales; y otras instituciones que gestionen fondos de la seguridad social o de pensiones siempre y cuando no gestionen FIA; entidades holding; gestores de fondos cautivos (exención intra grupo); gestores que directa o indirectamente no gestionen más de 100 millones (si están apalancados) ó 500 millones de euros en el caso de fondos sin apalancamiento y sin derechos de reembolso durante 5 años desde el cierre del fondo (regla de minimis); etc.

Una de las cuestiones a aclarar es si las holding constituidas por fondos de capital riesgo serán consideradas como tales o como FIA.

Los gestores exceptuados por la regla de minimis deberán, no obstante, y siempre y cuando quieran realizar actividades de comercialización transfronteriza, inscribirse en el registro correspondiente establecido por la autoridad nacional competente, lo que implicará que deberán cumplir con una serie de requisitos de información periódica (tal y como hemos señalado en el apartado 2 anterior).

No gozarán, sin embargo, de los derechos de libre circulación otorgados por la Directiva salvo que opten, voluntariamente, por estar regulados por la misma. Esta es una de las cuestiones que más debate han suscitado, ya que la EVCA ha tratado hasta el final que se admitiese un derecho de opción mitigado; es decir, que aquellos gestores que no estuviesen obligados a cumplir con las exigencias establecidas por la Directiva pudiesen optar, voluntariamente, por estar regulados por la misma, pero sin que les resultasen aplicables todas las obligaciones establecidas para aquellas entidades que obligatoriamente han de estar sujetas a la Directiva. No obstante lo anterior, la Comisión parece dispuesta a aprobar una norma que permita a tales fondos obtener el pasaporte sin que hayan de optar por estar regulados por la Directiva.

La Directiva tampoco aplicará ni ("grandfathering clauses"):

- (i) a los fondos cerrados que hayan sido totalmente invertidos y que no realicen más inversiones a partir de la fecha de implementación de la Directiva (2013);
- (ii) a los fondos cerrados que hayan sido totalmente suscritos antes de la entrada en vigor de la Directiva, siempre que hayan sido constituidos por un período de tiempo que expire, como muy tarde, tres años después de la fecha en que la Directiva deba haber sido

En cuanto a terceros países:

- (i) si la comercialización y las inversiones finalizan en 2013, quedarán totalmente exentos;
- (ii) si la comercialización continúa tras 2013, se aplicarán, hasta 2015, los regímenes nacionales armonizados a los que nos hemos referido anteriormente. Entre 2015 y 2018 se aplicarán los regímenes nacionales armonizados o el pasaporte europeo. A partir de 2018 se les exigirá el pasaporte europeo.

Por otra parte, la Directiva no impone ninguna restricción en lo que se denomina la comercialización pasiva. Es decir, los inversores profesionales establecidos en la UE podrán continuar invirtiendo en FIA por su cuenta, con independencia de dónde se encuentre domiciliado el gestor o el FIA.

**8. ¿Cuáles serán las principales obligaciones impuestas por la directiva?**

### **8.1. REQUISITOS DE CAPITAL.**

Los gestores de FIA tendrán que tener fondos propios por al menos 125.000 €, más 0.02% de la valoración de las compañías en las que inviertan que supere 250 millones de euros, con un máximo de 10 millones de euros.

No obstante lo anterior, los fondos propios de los gestores de FIA no podrán ser, en ningún caso, inferiores a la cantidad requerida para las empresas de inversión ni las instituciones de crédito de conformidad con lo establecido por la Directiva de Adecuación de Capital<sup>[1]</sup>, es decir, un cuarto de los gastos operativos y con disponibilidad a corto plazo.

Los requisitos señalados son superiores a los establecidos en la LECR.

### **8.2. DEPOSITARIOS.**

Los gestores de FIA deberán nombrar un depositario por cada FIA que gestionen y dicho depositario deberá ser una entidad de crédito establecida en la UE o una Empresa de Servicios de Inversión (ESI) o una entidad habilitada para ello. Dicho depositario deberá estar en el mismo estado en el que esté localizado el FIA.

### **8.3. VALORACIÓN.**

Los gestores de FIA deberán establecer procedimientos apropiados y consistentes para la valoración de los activos de cada FIA bajo gestión.

## **8.4. REMUNERACIÓN.**

Los gestores de de FIA deberán poner en práctica políticas de remuneración para aquéllos, de entre su personal, cuyas actividades profesionales tengan un impacto material en los perfiles de riesgo de la FIA que gestionen. Deberán ser consistentes y promover una gestión del riesgo prudente y efectiva. Asimismo, deberán incluir información agregada relativa a dicha remuneración en las Cuentas Anuales.

## **8.5. LOCK-IN.**

La Directiva establece una serie de obligaciones dirigidas a evitar que se venda la compañía por partes ("asset stripping"). Así, impone restricciones en distribuciones, reducciones de capital, reembolso de acciones y/o compras de acciones propias por compañías controladas durante los 2 primeros años desde la adquisición de una participación por parte del FIA.

## **8.6. PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS.**

Deberá informarse, en un plazo máximo de 10 días, en caso de adquisición o venta de participaciones significativas (10%, 20%, 30%, 50% y 75%) en sociedades no cotizadas y en vehículos propietarios de inmuebles.

## **9. Conclusiones**

Si bien estamos ante un texto denso y complejo que necesita posterior desarrollo, la consecuencia inmediata de la aprobación de la AIFMD es que, por primera vez, el capital riesgo estará regulado a nivel europeo,

En consecuencia, a partir, ningún gestor de FIA de los regulados por la Directiva podrá gestionar un FIA si no ha sido autorizado de acuerdo con lo establecido en la misma, y siempre y cuando cumpla en todo momento con las condiciones que se hubiesen establecido en la autorización.

La autoridad competente para autorizar al gestor de FIA será la autoridad del estado Miembro en el que el gestor tenga su domicilio.

Julio Veloso is a corporate and finance partner with Broseta Abogados in Madrid. He can be reached via [jveloso@broseta.com](mailto:jveloso@broseta.com).