



Comentario sobre la nueva normativa de *hedge funds*. Reforma y temas pendientes

Alberto García Tobajas

Comentario sobre la nueva normativa de *hedge funds*. Reforma y temas pendientes

ALBERTO GARCÍA TOBAJAS

Alberto García Tobajas es técnico de la Dirección de Asesoría Jurídica de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Los errores son responsabilidad exclusiva del autor. Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión del autor y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyen al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET e la dirección www.cnmv.es

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISBN: 978-84-87870-73-6

Depósito Legal: M-53534-2007

Imprime: Técnicas Gráficas Forma, S.A.

Resumen ejecutivo

En este trabajo se lleva a cabo un análisis del régimen establecido por Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, reforma el régimen jurídico de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre y de las instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión colectiva de inversión libre, comparándolo con el anteriormente vigente.

El principal objetivo de la norma fue flexibilizar su régimen, dado que la evolución del sector y el análisis de la normativa comparada de los principales países de nuestro entorno lo hacían recomendable. Por otro lado, se hacía necesario la diferenciación de forma más decidida el régimen de estas insituciones del del resto de instituciones de inversión colectiva, dado que éstas van destinadas a priori a un perfil de inversor menos sofisticado y por tanto, más necesitado de protección.

Índice

1. Introducción	9
2. Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (artículo 43 RIIC)	11
2.1. Concepto	11
2.2. Potenciales accionistas o partícipes	11
3.3. Requisitos de información	13
2.4. Actividad de las IICIL	17
2.4.1. Política de inversión	17
2.4.1.1. Inversiones potenciales	17
2.4.1.2. Capacidad de endeudamiento	18
2.4.1.3. Pignoración de activos	19
2.4.1.4. Requisitos de la utilización de derivados	19
2.4.2. Liquidez	22
2.4.2.a) En relación con las condiciones de suscripción y reembolso podemos destacar las siguientes modificaciones:	23
2.4.3. Comisiones	27
2.4.4. Régimen flexible	28
3. Instituciones de Inversión Colectiva de Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (artículo 44 RIIC)	31
3.1. Concepto	31
3.2. Regulación	31
3.2.1. Política de inversión	32
3.2.2. Liquidez	34
3.2.3. Otros aspectos	36
4. Impacto del RD 362/2007	37
5. Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva de inversión libre	39
6. La actividad supervisora de la CNMV en materia de "hedge funds"	43
7. Temas pendientes de resolución en la normativa sobre la materia	47
7.1. Aspectos tributarios	47
7.2. Aspectos concursales	48
7.3. Interrelación de la normativa de inversión libre con la directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID)	50
8. Conclusión. Desarrollos normativos pendientes	57

1. Introducción

El Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, reforma el régimen jurídico de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (en adelante, IICIL) y de las instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión colectiva de inversión libre (en adelante, IICIICIL) con un objetivo fundamental: flexibilizar su régimen. Sobre la base de la experiencia acumulada desde su introducción en el 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 (al que nos referiremos, en adelante, como RIIC¹), la evolución del sector y el análisis de la normativa comparada de los principales países de nuestro entorno lo hacían recomendable².

Además, habida cuenta de que el régimen de estas instituciones no estuvo plenamente operativo hasta que se aprobó la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la CNMV, sobre instituciones de inversión colectiva de inversión libre, cabe preguntarse por los motivos de tan pronta modificación. Entre ellos cabe destacar los problemas de habilitación normativa que se pusieron de manifiesto en el Dictamen 1246/2005, del Consejo de Estado y la necesidad de diferenciar de forma más decidida el régimen de las IICIL del resto de instituciones de inversión colectiva, destinadas a priori a un perfil de inversor menos sofisticado y por tanto, más necesitado de protección.

A continuación vamos a llevar a cabo un análisis del régimen establecido por esta norma, comparándolo con el anteriormente vigente.

No obstante, y con carácter previo, conviene incidir en la caracterización de las IICIL e IICIICIL como IIC financieras, por lo que les es de aplicación el régimen general establecido para éstas en el Capítulo I del Título III de la LIIC y del RIIC, respectivamente, con las particularidades que encontramos en los ar-

1. Asimismo, cuando hagamos referencia a la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, lo haremos como LIIC.

2. Exposición de Motivos del Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, por el que se modifica el Reglamento por el que se desarrolla la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Sobre el análisis de la normativa en Derecho comparado, *“Estudio sobre la industria de los hedge funds”*, Monografías CNMV, p. 71 a 82, disponible en www.cnmv.es/publicaciones/Estudios/HedgeFunds_o6o2.pdf, CAMBÓN MURCIA, M.I., *“La inversión alternativa”* Monografías CNMV, p. 31 a 44, disponible en www.cnmv.es/publicaciones/Mon2004_6.pdf; A, A., BORRÁS, M., RAMÍREZ, E. y MARDOMINGO, J. *“Fondos Hedge. Conceptos y Estrategias”*, Ed. Pirámide, Madrid, 2004, páginas 161 a 197.

títulos 43 y 44 RIIC y en su normativa de desarrollo: la Orden EHA/1199/2006³, de 25 de abril, y la Circular 1/2006, de 3 de mayo⁴.

-
3. 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, reguladora de 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.
 4. Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la CNMV, sobre instituciones de inversión colectiva de inversión libre.

2. Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (artículo 43 RIIC)

2.1. Concepto

No existe en el ordenamiento español una definición general de las IICIL, pudiendo caracterizarse como instituciones de inversión colectiva cuyos gestores, frente a los fondos o sociedades “convencionales”, tienen acceso a un abanico de posibilidades de gestión de la cartera mucho más amplio, entre las que se incluyen el uso de derivados sin restricciones, la venta de instrumentos financieros que no están en su cartera y el apalancamiento de ésta. En consecuencia y aunque estas IICIL están teóricamente en condiciones de conseguir rendimientos positivos independientemente de la evolución de los mercados⁵, esto les añade un nivel de riesgo que los hace idóneos para inversores con un grado de cualificación (sea ésta obtenida directa o indirectamente) que les permita valorarlo adecuadamente⁶.

2.2. Potenciales accionistas o partícipes

Entrando ya en la regulación específica de las IICIL observamos que se mantiene el régimen restrictivo en relación con los potenciales socios o partícipes que se implantó en la anterior versión del RD.

-
5. KOVAS, A., “*Should hedge fund products be marketed to retail investors? A balancing act for regulators*”, en BAUMS, T. y CAHN, A. (eds.), “*Hedge Funds. Risks and Regulation*”, Ed. DE GRUYTER RECHT, Berlin, 2004, p. 107.
 6. MATEU DE ROS, R. y GUERRA, I. “*Las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre*”, en URÍA, F. (coordinador), “*Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*”, Ed. LA LEY, Madrid, 2007, , página 1283 los definen como “instrumentos de inversión colectiva, es decir, basado en la captación de fondos del público para su inversión mediante una gestión profesional con un reparto a los inversores de la rentabilidad común obtenida, pero con un espectro de inversores institucionales y de alto nivel adquisitivo, que utiliza una serie de técnicas financieras a las que no tienen acceso los fondos tradicionales, y en concreto, la venta a descubierto, el uso de derivados y el endeudamiento sobre su propio patrimonio. Todo ello con la finalidad de aprovechar al máximo las oportunidades del mercado, anticipándose a las mismas y aprovechando hasta los movimientos aparentemente adversos. Se suelen denominar como de “gestión alternativa” debido a que emplean técnicas y estrategias de inversión que difieren de las convencionales”. MAILLOC LÓPEZ, M. y RODRIGO ILLERA, C., en “*Invertir en Hedge Funds. Análisis de su estructura, estrategias y eficiencia*”, Ed. DÍAZ DE SANTOS, Madrid, 2004, página 31, los definen como “sociedades privadas con un número reducido de partícipes en las cuales el gestor tiene una significativa participación personal en el capital social, es libre de operar en una amplia variedad de mercados y de utilizar estrategias mercado-neutrales mediante diferentes grados de apalancamiento”. Véanse también las definiciones incluidas por LHABITANT en “*Hedge funds. Mitos y límites*”, Ed. GESTIÓN 2000, Barcelona, 2006, p. 35.

Así, se limitan las actividades de comercialización⁷ a inversores cualificados⁸, los cuales aparecen definidos en el artículo 38 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley del Mercado de Valores en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos:

- a) Personas jurídicas autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros, incluyendo: entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas, compañías de seguros, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, intermediarios autorizados de derivados de materias primas, así como entidades no autorizadas o reguladas cuya única actividad sea invertir en valores.
- b) Gobiernos nacionales y regionales, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otras organizaciones internacionales similares.
- c) Otras personas jurídicas que no sean pequeñas y medianas empresas.
- d) Personas físicas residentes en el Estado español que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversor cualificado y que cumplan al menos dos de las tres condiciones siguientes:
 - 1.^a Que el inversor haya realizado operaciones de volumen significativo en los mercados de valores con una frecuencia media de al menos 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores.
 - 2.^a Que el volumen de la cartera de valores del inversor sea superior a 500.000 euros.
 - 3.^a Que el inversor trabaje o haya trabajado por lo menos durante un año en el sector financiero desempeñando una función que exija conocimientos relativos a la inversión en valores.
- e) Pequeñas y medianas empresas que tengan su domicilio social en el Estado español y que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversor cualificado.

Por otra parte, se permite la adquisición o suscripción directa por inversores no cua-

7. El concepto de “comercialización” aparece en el artículo 2.1. tercer párrafo de la LIIC.

8. En el apartado b) del artículo 43 simplemente se ha sustituido la referencia a “las normas aprobadas para la transposición de la Directiva 2003/71/CE” por la norma que efectivamente la transpuso: el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, en materia de admisión a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos. Obsérvese que la esquiva referencia original tiene su origen en la aprobación de ambas normas en idéntica fecha: el 4 de noviembre de 2005.

Sobre los potenciales adquirentes de las IICIL véase “*Estudio sobre la industria de hedge funds*”, Monografías CNMV, páginas 33, 61 y 115.

lificados siempre que se lleve a cabo un desembolso mínimo inicial de 50.000 euros⁹. La relajación de las exigencias de protección del inversor que acreditase una cierta capacidad económica, ya aparecía en el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, que en su artículo 7 eximía de los requisitos de registro de folleto y auditoría a “aquéllas cuyo precio efectivo unitario o desembolso mínimo exigible sea igual o superior a 25 millones de pesetas, y cada inversor tenga que desembolsar al menos esa cifra”. Esta excepción, basada en que el legislador presupone en el inversor capaz de tal desembolso una capacidad económica y unos conocimientos suficientes para valorar la inversión propuesta (bien por sí, bien por medio de los asesores que puede contratar) sin necesidad de tutela especial¹⁰, se ha consolidado en la legislación europea y por ende, en la española.

El número mínimo de accionistas o partícipes se mantiene en 25, como hasta la fecha¹¹.

3.3. Requisitos de información

Como hemos dicho, frente a las IIC tradicionales, la política de inversión y el grado de endeudamiento que pueden desarrollar las IICIL le confieren un perfil de mayor riesgo potencial. Por ello, la normativa ha potenciado no sólo un alto grado de información al potencial inversor de sus características como fondo o sociedad a través del folleto, sino también sobre la existencia de dichos riesgos, llegándose a exigir reglamentariamente al inversor no cualificado la firma de un documento de consentimiento¹².

-
9. Véase la consulta 5 del apartado sobre procedimientos de suscripción y reembolso en el documento “Segunda Ronda de Consultas sobre la Normativa Aplicable a las IICIL”, disponible en [www.cnmv.es/CNMV/al_dia/Comunicaciones de la CNMV](http://www.cnmv.es/CNMV/al_dia/Comunicaciones_de_la_CNMV).
 10. DE CARLOS BERTRÁN, L., “Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables”, Ed. CIVITAS, 1998, p. 250.
 11. En relación con los compartimentos de IICIL y su número mínimo de accionistas o partícipes, el artículo 3.3 RIIC exime expresamente a las IICIL de cumplir los requisitos de número mínimo de cien y veinte partícipes del fondo y de cada compartimento, respectivamente. Véase MATEU DE ROS, R. y GUERRA, I. “Las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre”, en URÍA, F. (coordinador), “Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva”, Ed. LA LEY, Madrid, 2007, , páginas 1318 a 1328.
 12. Frente a esta postura, proteccionista de los intereses del potencial inversor, existen posiciones claramente contrarias que consideran la exigencia del Estado de ciertos estándares informativos una perturbación del libre juego de los agentes económicos que perjudica a todos los intervinientes. Así, EDWARDS, F.R., “The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection”, en “Hedge Funds. Risks and Regulations”, Ed. De Gruyter Recht, Berlin, 2004, p. 43 señala “there is also a strong argument to be made that government-mandated disclosure is not needed and may be counterproductive. Hedge fund investors have a strong incentive to demand the information they need from hedge funds, and hedge funds have a strong incentive to disclose this information. Further, information related to “exposure” transparency should be integral to sound portfolio management, so that the additional costs associated with providing this information to investors would seem minimal. Disclosure of this kind of information also would not reveal proprietary information about a fund’s trading strategy. Finally, the increasing interest of institutional investors in hedge funds should in the future provide a greater incentive for hedge funds disclose more information. The fiduciary responsibilities of institutional fund managers will require them to demand greater hedge fund transparency. Government-mandated disclosure requirements, which are typically slow to react to new strategies and innovations, also risk straitjacketing the disclosure process and can create legal disincentives to the disclosure of useful information that does not conform to the formal disclosure requirements. Thus,

En relación con el folleto que previamente a la suscripción o adquisición de participaciones o acciones ha de ponerse a disposición de los inversores, y de acuerdo con la filosofía de simplificación y homogeneización de la información que también informó la Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la CNMV, sobre folletos explicativos de las IIC¹³, se parte del modelo de folleto establecido con carácter general y se prevén una serie de especificaciones necesarias por las características de la gestión de hedge funds¹⁴. Así, la norma 13^a de la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la CNMV, sobre instituciones de inversión colectiva de inversión libre exige como información específica a incluir en el folleto:

a) Información sobre suscripciones y reembolsos:

1. Periodicidad del valor liquidativo. Valores liquidativos estimados.
2. Mecanismos y fechas para las suscripciones y reembolsos.
3. Plazos de preaviso y pago de reembolsos. Posibilidad de retraso del cálculo del valor liquidativo. En el caso de IIC de Inversión Libre, posibilidad y condiciones de reembolso en especie.

b) Información sobre la política general de garantías concedidas por la institución, posibilidad de que sus beneficiarios dispongan de los bienes entregados en garantía, valor de mercado máximo de las garantías susceptibles de ser reutilizadas respecto a las obligaciones del fondo y solvencia financiera mínima de estos beneficiarios.

c) Información genérica sobre los acuerdos de delegación de funciones.

d) Información genérica sobre los contratos de asesoramiento.

e) Información sobre la estrategia de inversión y gestión de la IIC, de los especiales riesgos que puedan conllevar, así como de los criterios de concentración y diversificación que puedan ser relevantes para evaluar los riesgos en que se incurra. En las IIC de Inversión Libre se informará además del riesgo de contraparte con una misma entidad.

f) Política de inversión en activos líquidos y de gestión de la liquidez para atender reembolsos.

g) Las IIC de Inversión Libre deberán informar sobre el límite de endeudamiento, así como sobre el apalancamiento adicional por cesión temporal de activos, financiación simultánea, financiación por préstamo de valores y operaciones en instrumentos financieros derivados.

h) Las IIC de Inversión Libre incluirán los criterios de valoración de los activos que tengan en cartera.

while greater hedge fund “exposure” transparency is desirable, I am reluctant to advocate government-mandated public disclosure”.

13. Ver Exposición de Motivos de la Circular 3/2006.

14. Norma 13^a de la Circular 1/2006, de 3 de mayo, y Anexos A y B de la Circular 3/2006, de 26 de octubre.

- i) Las IIC de Inversión Libre deberán informar sobre el nivel acumulado máximo de comisiones de gestión y depositario directas e indirectas que podrán soportar.

En relación con el documento de consentimiento, el apartado n) del artículo 43 RIIC exige que el inversor no cualificado, con anterioridad a la suscripción o adquisición de un producto de estas características, deje constancia por escrito de que conoce los riesgos que asume. Dicho documento, cuyo contenido ha quedado fijado por la norma 12ª de la Circular 1/2006¹⁵, ha de ser únicamente firmado por aquellos inversores que no sean cualificados o que no hayan firmado un contrato de gestión discrecional de carteras¹⁶ que expresamente autorice a invertir en IIC de este tipo e incluyan advertencias similares¹⁷. La distinción entre inversor minorista y cualificado (directa o vía contrato de gestión de cartera) a la hora de exigir este documento ha sido introducido por el RD 362/2007, y viene a corregir lo que ha sido calificado como un

15. “Yo (nombre y NIF del inversor o su representante) sé que las inversiones en (IIC de Inversión Libre/ IIC de IIC de Inversión Libre) están sujetas a riesgos de naturaleza y grado distintos a los de los fondos de inversión ordinarios. Sé que el valor de mi inversión podrá variar substancialmente a lo largo del tiempo y podrá hacerlo sin guardar relación con la evolución de las Bolsas o de los mercados de renta fija. Sé que puedo perder parte de mi inversión y, en casos extremos, toda ella. Acepto expresamente que mi inversión tendrá mucha menos liquidez que los fondos de inversión ordinarios, por lo que no es aconsejable para quien pueda tener necesidades apremiantes de dinero.

Además, he sido informado en detalle sobre:

La política de inversión de la IIC.

Los riesgos inherentes a la inversión.

La frecuencia con la que se garantiza la liquidez.

El régimen de preavisos.

El límite máximo a los reembolsos en una misma fecha.

El período de permanencia mínimo de la inversión.

Las comisiones de gestión, depósito y otros gastos asociados, tanto directos como indirectos.

La posibilidad de verme obligado a recibir reembolsos en especie (en el caso de IIC de Inversión Libre).»

16. TAPIA señala que “el primer requisito para establecer una relación de gestión individualizada de una cartera de inversión consiste en que la misma presente un volumen mínimo que oscila notablemente entre los distintos países y gestores, pero que, en todo caso, excluye del ámbito de este contrato al pequeño ahorrador. Así pues, la valoración de la conveniencia económica de acudir al contrato de gestión de carteras de inversión debe partir del dato de que la rentabilidad de la misma está estrechamente ligada al montante de la disponibilidad financiera que se pretende invertir así como con la duración temporal de la relación” en TAPIA. A. J., “El contrato de gestión de carteras de inversión”, Ed. CENTRO DE DOCUMENTACIÓN BANCARIA Y BURSÁTIL, Madrid, 1995, páginas 25 y 26.

17. Con carácter previo a la firma de tales contratos, el artículo 4 del Código General de Conducta de los Mercados de Valores exige que las entidades soliciten de sus clientes la información necesaria sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión, cuando ésta sea relevante para los servicios que se vayan a proveer. Véase el Anexo al Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.

Por otra parte, el modelo de contrato-tipo introducido por la Circular 2/2000, de 30 de mayo, de la CNMV en la letra F) de la Sección Primera del Anexo (“tipo de operaciones que podrán realizarse”) ya contempla, dentro del apartado de IIC la posibilidad genérica de suscribir “participaciones en otras IIC” españolas y extranjeras distintas de los FIM, FIAMM, participaciones en OICVM que cumplan la Directiva 85/611. Aunque no aparecen cláusulas tan específicas como las establecidas por la norma 12ª de la Circular 1/2006, el carácter abierto del modelo de contrato-tipo establecido en la Circular 2/2000 permite incluir cualesquiera cláusulas particulares que no contradigan al resto. Véanse las indicaciones para la utilización del modelo normalizado de contrato-tipo de gestión discrecional e individualizada de carteras, apartados 1º y 2º del Anexo de la Circular 2/2000. Véanse las consultas 6 y 7 del apartado sobre procedimientos de suscripción y reembolso de las IICIL en el documento “Segunda Ronda de Consultas sobre la Normativa Aplicable a las IICIL”, disponible en www.cnmv.es/CNMV al día/Comunicaciones de la CNMV.

exceso de proteccionismo de la normativa española en esta materia¹⁸ puesto que la redacción original del artículo 43 exigía dicho documento de forma indistinta a todo tipo de inversor.

La información proporcionada por las IICIL a sus partícipes o accionistas se articula en torno a dos tipos de informes periódicos: los ordinarios, que han de remitir como cualquier IIC financiera (de carácter trimestral, semestral y anual) y las estimaciones preliminares.

Los informes periódicos, anuales, semestrales y trimestrales son aquellos que de forma ordinaria toda IIC financiera ha de remitir a sus partícipes o accionistas para que sean públicamente conocidas todas las circunstancias que puedan influir en la determinación del valor del patrimonio y las perspectivas de la institución¹⁹. Es relevante su regulación específica en la nueva letra o) del artículo 43 RIIC donde, frente a la obligación genérica del resto de las IIC financieras de informar acerca de su cartera²⁰, prescribe que la CNMV determinará el grado de detalle con el que estas entidades informarán de su cartera²¹, sin que esto se haya llevado a efecto todavía²². Sin embargo, al separarlo expresamente del régimen ordinario se está previendo que en ningún caso tendrán que informar con la misma especificidad. En la regulación de esta materia se ha intentado proteger por una parte, al inversor a través de la información sobre el desenvolvimiento de la institución en la que tiene invertido su dinero y por otro, la estrategia de los gestores, evitando que otros la copien²³.

Para compensar esta falta de información respecto de las IIC ordinarias, en la Circular se incluye información que ha de operar como indicativo de la situación financiera y nivel de riesgo de la entidad²⁴, como el valor de mercado de las garantías

18. MATEU DE ROS, R. y GUERRA, I. *“Las Instituciones...”*, p. 1338 y 1339.

19. Artículo 17.4 y 5 LIIC, artículos 24 y 25 RIIC.

20. Circular 1/1991, de 23 de enero, de la CNMV, sobre el contenido de los informes trimestrales de las IIC a sus socios y partícipes y Circular 3/1997, de 29 de julio, de la CNMV, sobre obligaciones de información a socios y partícipes de IIC de carácter financiero y determinados desarrollos de la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997.

21. Artículo 24.1.d) RIIC.

22. No obstante, sí ha supuesto la derogación parcial, de forma implícita, de lo establecido en la Circular 1/2006 para las IICIL, cuya norma 14^a.1 remitía a lo regulado, con carácter general, para las IIC ordinarias (y en consecuencia, la obligatoria remisión a los partícipes de información sobre la composición y evolución de la cartera como en el resto de entidades de este tipo).

23. MATEU DE ROS, R. y GUERRA, I., *“Las instituciones...”*, p. 1285; LHABITANT, *“Hedge Funds...”*, p. 43;

BAUMS, T. y CAHN, A., *“Hedge Funds. Risks and Regulations”*, Ed. De Gruyter Recht, Berlin, 2004, p. 43.

24. Norma 14.^a Información periódica.

1. Los informes anuales, semestrales y trimestrales de las IIC de Inversión Libre se ajustarán a lo dispuesto con carácter general para las IIC ordinarias. Deberán informar en todo caso sobre los siguientes extremos:
 - a) Proporción del patrimonio que se vea afectado por operaciones estructuradas de terceros en las que la propia IIC actúe como subyacente.
 - b) Parte del patrimonio vinculado a posiciones propias del personal de la sociedad gestora, o de los promotores de la IIC.
 - c) Conciliación de las diferencias superiores al 10 por 100 entre el valor liquidativo estimado y el valor liquidativo definitivo correspondiente a la misma fecha.
 - d) Valor de mercado de las garantías otorgadas por la IIC sobre las que se ha ejercido el derecho de disposición, respecto a las obligaciones de la IIC con cada entidad beneficiaria.
 - e) Solvencia financiera de las entidades beneficiarias de dichas garantías.

otorgadas por la IIC sobre las que se ha ejercido derecho de disposición (es decir, se informa sobre el eventual incumplimiento por la IICIL de sus obligaciones y la consiguiente ejecución de las garantías que se hubiesen acordado) o la solvencia financiera de las entidades beneficiarias de dichas garantías.

Junto a la información anterior, mediante la inclusión de la letra p) del artículo 43 RIIC se habilita a que las sociedades gestoras o la propia sociedad de inversión libre²⁵ proporcionen, con la periodicidad que se establezca en el folleto, estimaciones preliminares o indicativas del valor liquidativo de la correspondiente IICIL. Sin embargo, estas estimaciones no resultan vinculantes llegado el momento de determinar el valor liquidativo. No obstante, en caso de que exista una desviación superior al 10 % entre la estimación y aquél, deberá explicarse en la información periódica que se remita a los socios o partícipes²⁶.

2.4. Actividad de las IICIL

2.4.1. Política de inversión

La política de inversión de las IICIL se encuentra regulada en los apartados k), l) y m) del artículo 43 RIIC.

2.4.1.1. Inversiones potenciales

La libertad inversora absoluta es una de las características básicas de estos instrumentos de inversión alternativa. Según Mailloc e Illera²⁷ no es frecuente la introducción en los estatutos o reglamento de gestión de límite alguno en cuanto a la clase de activo utilizada, por lo que se emplean tanto instrumentos de contado como derivados, y dentro de estos, pueden ser negociados en mercados organizados o directamente entre contrapartidas sin intermediar una cámara de compensación (over the counter u OTC), con o sin titulización, con o sin garantía.

Así, el artículo k) del artículo 43 autoriza a estas IIC a invertir en *activos e instrumentos financieros y en instrumentos financieros derivados*²⁸, cualquiera que sea la

f) Información sobre el importe de las comisiones de gestión y depositario directas y, en su caso, indirectas, soportadas efectivamente.

Esta información deberá remitirse al partícipe, de acuerdo con lo establecido en el artículo 18 de la Ley de IIC.

2. Los informes anuales, semestrales y trimestrales de las IIC de Inversión Libre se ajustarán a lo dispuesto con carácter general para las IIC ordinarias, con las adaptaciones que resulten necesarias. Deberán informar en todo caso del importe acumulado de las comisiones directas e indirectas soportadas efectivamente y de la conciliación de las diferencias superiores al 10 por 100 entre el valor liquidativo estimado y el aplicado en suscripciones y reembolsos de la misma fecha.

25. Parece que debería entenderse que las sociedades de inversión libre autogestionadas también pueden remitir esta información cuando se haya establecido así en el folleto aunque la norma 17^a de la Circular 1/2006 sólo prevea la posibilidad de que estas valoraciones sean remitidas por “la sociedad gestora”.

26. Artículo 7 Orden EHA/1199/2006; norma 17^a Circular 1/2006, de 3 de mayo.

27. MAILLOC, M. Y RODRIGO ILLERA, C., “Invertir...” páginas 33 y 34.

28. Norma 3^a c) de la Circular 1/2006, de 3 de mayo atribuye al Consejo de Administración de la sociedad gestora de las IIC de inversión libre la responsabilidad de la política de inversión en instrumentos fi-

naturaleza de su subyacente, atendiendo de forma genérica a los principios de liquidez, diversificación del riesgo y transparencia del artículo 23 LIIC, que han de ser re-interpretados a la luz de las características de estas entidades y su inversor objetivo. Así, no están sometidas a las reglas generales sobre activos aptos para la inversión²⁹, diversificación³⁰, política de liquidez³¹ y endeudamiento³² que rigen para las IIC ordinarias³³. Este apartado no ha sufrido modificación alguna por el RD 362/2007.

La información sobre esta materia está recogida en el apartado “Política de inversión” del folleto tipo incluido en el Anexo I de la Circular 3/2006, de 26 de octubre, debiendo incluirse, como hemos señalado antes, además de la información exigida con carácter general para las IIC financieras, información sobre³⁴: política general de garantías concedidas por la institución, información sobre la estrategia de inversión y gestión de la IIC, de los especiales riesgos que puedan conllevar haciendo referencia en particular al riesgo de contraparte con una misma entidad, los criterios de concentración y diversificación que puedan ser relevantes para evaluar los riesgos³⁵ y los límites de endeudamiento.

De hecho, la vocación inversora de buena parte³⁶ de los FIL registrados hasta la fecha está descrita en términos genéricos, aunque se vayan a ceñir fundamentalmente a una estrategia determinada, que aparece descrita en el folleto.

2.4.1.2. Capacidad de endeudamiento

El apartado l) del artículo 43, limita a las IICIL su *capacidad para endeudarse* a cinco veces el valor de su patrimonio, debiendo informarse sobre esta circunstancia en el folleto simplificado. Según Mateu de Ros y Guerra³⁷, el término “endeudamiento” en esta norma no es sinónimo del término “leverage” o apalancamiento propio de los hedge anglosajones sino que parece circunscribirse al concepto de uso de capitales de terceros con coste financiero³⁸ en virtud de lo dispuesto por el artículo 2 de la

nancieros derivados y demás límites operativos, así como los potenciales riesgos que podrán ser asumidos. Véase el apartado sobre activos aptos y límites de inversión contenidos en el documento “Segunda Ronda de Consultas sobre la Normativa Aplicable a las IICIL”, disponible en www.cnmv.es/CNMV al día/Comunicaciones de la CNMV.

29. Artículos 36 y 37 RIIC.

30. Artículo 38 RIIC.

31. Artículo 40 RIIC.

32. Artículo 41 RIIC.

33. Aunque en principio el artículo 39 RIIC entraría dentro del apartado de normas que no son de aplicación para las IICIL, como veremos más adelante, el apartado m) del artículo 43 establece su obligatoriedad con especialidades.

34. Letras b), e) y g) de la norma 13ª de la Circular 1/2006, de 3 de mayo, sobre IIC de inversión libre.

35. Téngase en cuenta que se ha añadido un segundo párrafo al artículo 45 RIIC sobre la inversión en un único fondo.

36. Caso aparte es el de BBVA CODESPA MICROFINANZAS, FIL, que se centra su universo de inversión en valores no cotizados emitidos por instituciones microfinancieras o en otros valores o instrumentos emitidos con la finalidad de financiar la actividad de tales instituciones. Por ejemplo, KAIZEN, FIL también restringe su ámbito a las divisas, aunque indica que podrá llevar a cabo una operativa más amplia.

37. En URÍA, F. (coordinador), “*Régimen Jurídico...*”, página 1333.

38. Tal y como señala LHABITANT el apalancamiento puede adoptar diversas formas: solicitar explícitamente el préstamo de fondos externos para invertir más o vender al descubierto más que el

Orden EHA/1199/2006 que incluye en este concepto “todos los fondos recibidos en efectivo por la institución, sin considerar la cesión temporal de activos, la financiación recibida mediante operaciones simultáneas ni la financiación por venta de valores recibidos en préstamo”³⁹.

2.4.1.3. Pignoración de activos

Por otra parte, la letra l) determina que no son de aplicación los límites que establece la ley sobre *pignoración de activos*⁴⁰. Esto resulta imprescindible para estas entidades, puesto que su endeudamiento se suele garantizar mediante prenda sobre los instrumentos adquiridos⁴¹.

2.4.1.4. Requisitos de la utilización de derivados

El potencial riesgo de insolvencia que implica la utilización de derivados por parte de las IIC ha determinado una posición aparentemente restrictiva en el ámbito europeo⁴² y, en consecuencia, en el español. Por ello, la regulación sobre esta materia se ha caracterizado⁴³ por el establecimiento de unos estrictos requisitos de control. Así, podemos rastrear desde la Orden de 6 de julio de 1992, pasando por la Orden Minis-

capital propio; solicitar implícitamente fondos a través de una cuenta que liquidar con la correduría de bolsa. Las cuentas a liquidar permiten a los hedge funds usar el dinero de una correduría de bolsa para comprar acciones adicionales; o usar instrumentos financieros (p.e. acuerdos de recompra, contratos de futuros y forwards y otros productos derivados) para establecer posiciones contabilizando márgenes más que el valor nominal completo de la posición, en LHABITANT, “Hedge Funds: Mitos y Límites”, Ed. GESTIÓN 2000, Madrid, 2006, páginas 126 a 131. Véase también su análisis del caso Long Term Capital Management.

39. Norma 19ª Circular 1/2006, de 3 de mayo.

40. Artículo 30.6 LIIC: “Los valores y otros activos que integren la cartera no podrán pignorarse ni constituir garantía de ninguna clase, salvo para servir de garantía en las operaciones que la institución realice en los mercados secundarios oficiales. En su caso, los valores y activos que integren la cartera deberán estar depositados bajo la custodia de los depositarios regulados en esta ley. No obstante, los valores y otros activos que integren la cartera de las IIC de carácter financiero podrán ser objeto de operaciones de préstamo de valores con los límites y garantías que establezca el Ministro de Economía”. Este desarrollo normativo no se ha llevado a cabo todavía. Por otra parte, téngase en cuenta, artículo 10 de la Orden EHA/1199/2006, las normas 9ª, 13ª.b) y g), 14ª.d) y e) de la Circular 1/2006, de 3 de mayo y el apartado “Política de inversión” del Anexo de la Circular 3/2006, de 26 de octubre, debiendo incluirse en el mismo información sobre la política general de garantías concedidas por la institución, posibilidad de que sus beneficiarios dispongan de los bienes entregados en garantía, valor de mercado máximo de las garantías susceptibles de ser reutilizadas respecto de las obligaciones del fondo y solvencia financiera mínima de estos beneficiarios. Véase el apartado sobre activos aptos y límites de inversión de las IICIL en el documento “Segunda Ronda de Consultas sobre la Normativa Aplicable a las IICIL”, disponible en: www.cnmv.es/CNMV al día/Comunicaciones de la CNMV.

41. En relación con esta materia, téngase en cuenta el capítulo II, del Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el fomento de la productividad y la mejora de la contratación pública que transpone al ordenamiento español la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera.

42. Véase el Considerando (11) de la Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2001, por la que se modifica la Directiva 85/611/CE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM.

43. Artículo 10.1 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las IIC y el artículo 17.2 del Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre.

terial que la sustituyó, de 10 de junio de 1997, sobre operaciones de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero en instrumentos financieros derivados, hasta la modificación llevada a cabo por el RD 362/2007, una preocupación constante por el control de la finalidad de estas operaciones y unos exigentes requisitos de control de la operativa, que ha de originarse en el expertise necesario para adquirir la condición de sociedad gestora de estas instituciones⁴⁴. La normativa hoy día reconoce la aceptación de los derivados como un instrumento de inversión ordinario, no exento del establecimiento de requisitos específicos para tratar con el componente de riesgo que conllevan⁴⁵.

Como hemos visto, en virtud del apartado k) del artículo 43, no son de aplicación a las IICIL las reglas sobre inversiones contenidas en la sección 1^a del capítulo I del título III del RIIC. En consecuencia, parece que el artículo 39, sobre los requisitos para la inversión en derivados, no sería de aplicación. Sin embargo, el apartado m), que no ha sido modificado por el reciente RD, se remite al apartado 1 de dicho artículo, excluyendo, de nuevo, la aplicación de su apartado 2 (en las IIC financieras “ordinarias” la operativa con derivados se podrá llevar a cabo para asegurar una adecuada cobertura de los riesgos asumidos, como inversión para gestionar de modo más eficaz la cartera o en el marco de una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad). Esta redacción es criticable. De ella podría inferirse que, a sensu contrario, los apartados 3 a 5 (sobre la exposición total al riesgo de mercado asociada a instrumentos derivados) permanecen en vigor, cuando no es así. Ni el apartado 2 ni los siguientes son de aplicación en virtud de lo establecido por el apartado k).

En lo referente al apartado 1 del artículo 39, éste establece tres requisitos distintos para que una sociedad o un fondo de inversión libre puedan operar en derivados, que han de ser reinterpretados a la luz de la normativa específica de IICIL y que básicamente consisten en poseer medios materiales, humanos y controles específicos sobre esta operativa.

- Los *medios humanos* son exigidos a priori, puesto que la sociedad gestora (o la sociedad de inversión, si es autogestionada) deberá contar con los medios y experiencia necesarios para ello⁴⁶. Las personas encargadas de esta operativa están sometidas, además, a una norma de conducta: la de actuar en este ámbito con una diligencia extrema.

44. Exposición de Motivos de la Orden de 10 de junio de 1997.

45. Véase el Considerando (11) de la Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2001, por la que se modifica la Directiva 85/611/CE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM. Artículos 36. f) y g) y 39 RIIC. Sobre la flexibilización de las políticas de inversión llevada a cabo por el RIIC, véase RUIZ BACHS, S. “El nuevo reglamento de instituciones de inversión colectiva”, Actualidad Jurídica URÍA Y MENÉNDEZ, número 13, enero 2006.

46. Lo que se traduce en:

- a) contar con expertos con probada experiencia en la materia o contratar los servicios de asesores independientes que gocen de aquella
- b) tener un conocimiento profesional cualificado

- Cumplir con las obligaciones de control interno que impone la Orden de 10 de junio de 1997⁴⁷:

- a) elaborar un plan de inversión y reunir la información necesaria para tomar en todo momento las decisiones de inversión de forma consistente y sólidamente razonada.
- b) constatar la coherencia de las operaciones con la política de inversiones informada a los partícipes.
- c) llevar a cabo un seguimiento permanente de los compromisos adquiridos por la institución como consecuencia de esta operativa. Para ello, elaborarán y mantendrán a disposición de la CNMV un estado de posiciones diariamente actualizado y evaluarán los niveles de compromisos y riesgos potenciales que derivan de aquéllas en relación con los riesgos generales de la cartera de la institución. Han de contar con sistemas de gestión de riesgos que les permitan estimar y controlar, en todo momento, el riesgo de las posiciones abiertas en estos instrumentos⁴⁸. Esta gestión del riesgo implica necesariamente realizar periódicamente ejercicios de simulación⁴⁹ que permitan conocer el cumplimiento en caso de evolución adversa del mercado⁵⁰. Tanto los estados como los sistemas de evaluación de riesgos habrán de ser verificados al menos semestralmente por personas distintas de aquéllas que participan en su elaboración.

47. Norma 2ª a 8ª de la Circular 1/2006, de 3 de mayo, sobre los requisitos exigibles a las sociedades gestoras de IICIL. También, véase la Norma Sexta de la Orden de 10 de junio de 1997, sobre operaciones de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero en instrumentos financieros derivados. Sección Segunda de la Circular 3/1997, de 29 de julio, sobre obligaciones de información a socios y partícipes de IIC de carácter financiero y determinados desarrollos de la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997 y Anexo 3 de la misma.

48. Aunque, como veremos más adelante, no es éste el único riesgo que ha de ser objeto del correspondiente control.

49. Los ejercicios de simulación pueden ser definidos como una medida de control del riesgo que simula las pérdidas que podrían causar en una cartera de valores una serie de situaciones de mercado que incluyen movimientos extremos. Entre las situaciones de mercado que pueden incluirse en un ejercicio de este tipo se incluyen caídas bruscas del mercado o incrementos repentinos de la volatilidad. La efectividad de una simulación se basa en su capacidad de determinar el riesgo de una cartera antes de que se produzca efectivamente un hecho determinado. Véase, ROSE, P., "Risk Management for Hedge Funds- A prime broker's perspective", disponible en www.aima.org/uploads/2003%5CFebruary%5CBearstearn.pdf

50. La Norma 14ª.7 de la Circular 3/1998, de 22 de septiembre, sobre operaciones en instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva ya establece que las entidades que hayan sido autorizadas a aplicar el método libre para la determinación del compromiso deben llevar a cabo, con la frecuencia precisa, en función de la exposición de su cartera, un riguroso programa de simulaciones en casos extremos y reflejar adecuadamente los resultados de dichas simulaciones en la estimación obtenida por su modelo. Véase "Estudio sobre la industria de hedge funds", p. 65, L'HABITANT, F. "Hedge Funds: Mitos y límites", p. 376 y siguientes, MATEU DE ROS, R. y GUERRA, I. "Las Instituciones...", p. 1342. Obsérvese cómo en Reino Unido este tipo de test no es exigido por la regulación, sino que se mantiene como una buena práctica desarrollada voluntariamente por los gestores: FSA, FS 06/2, "Hedge Funds: a discussion of risk and regulatory engagement", páginas 11 y 12. En términos generales, véase también FSA DP 05/2, "Stress Testing", sobre la utilización de este instrumento por parte de las empresas implicadas en el sector financiero.

- d) disponer de documentación detallada sobre las operaciones realizadas.
- e) sin embargo, téngase en cuenta que, frente a la obligación general de las IIC financieras de *comunicar* a la CNMV periódicamente los tipos de derivados utilizados, los riesgos asociados, así como los métodos de estimación de estos, incluyendo, en su caso, los límites cuantitativos aplicados, la Circular 1/2006 ha establecido unos requisitos de información mucho más laxos⁵¹.

- Los *medios materiales* necesarios están intrínsecamente unidos a las obligaciones de control interno, puesto que la entidad ha de demostrar contar con aplicaciones informáticas que les permitan valorar adecuadamente los riesgos asociados a su operativa.

2.4.2. Liquidez

En general, uno de los principales riesgos asociados a la inversión en instituciones de inversión colectiva que utilizan estrategias de gestión alternativa es el riesgo de liquidez⁵². Este riesgo se puede medir a dos niveles distintos⁵³: liquidez en términos de disponibilidad de fondos por parte del inversor y liquidez en términos de la profundidad de mercado para los activos en los que el *hedge fund* ha invertido. Aunque ambos están íntimamente relacionados, pues cuanto mayor sea la iliquidez de los activos sobre los cuales el fondo opera, mayor será el bloqueo de las aportaciones impuesto por las cláusulas que vamos a estudiar a continuación, la normativa española ha respetado la libertad intrínseca a este tipo de estrategias, se ha centrado más en el primero de los niveles citados: la disponibilidad de los fondos por parte del inversor. No obstante, también es regulado el segundo, como veremos.

A.- En relación con la disponibilidad de los fondos por parte del inversor, Lhabitant⁵⁴, antes de la introducción de la figura de los hedge funds en España, mencionaba tres mecanismos para gestionar la liquidez de sus partícipes o accionistas:

- “Las condiciones de suscripción especifican las fechas cuando los inversores pueden entrar en un *hedge fund*. La suscripción a un fondo limitado o cerrado

51. Norma 18ª de la Circular 1/2006, de 3 de mayo y Anexo II, que contiene el modelo de informe IL2 que las IICIL deberán remitir mensualmente a la CNMV sobre su cartera de inversiones. Compárese con el régimen aplicable al resto de las IIC financieras, recogido en la Norma 12ª de la Circular 7/1990, de 27 de diciembre, sobre normas contables y estados financieros reservados de instituciones de inversión colectiva, modificado por la Disposición Adicional Primera de la Circular 3/1998. Téngase en cuenta, además la Norma 18ª de la Circular 3/1998, sobre la remisión de información de carácter reservado que las entidades o sociedades gestoras han de presentar cuando utilicen el método libre para la determinación del compromiso.

52. Aunque también se puede ver la liquidez como un coste. Así, LHABITANT, F., “*Invertir en hedge funds: mitos y límites*”, Ed. GESTIÓN 2000, Madrid, 2006, p. 39 señala como inconvenientes de la liquidez diaria, propia de los fondos de inversión tradicionales la necesidad de mantener una reserva en efectivo como fondo de liquidez, que tiende a rebajar el beneficio general del fondo; que los partícipes del fondo son penalizados con respecto a los últimos en invertir o a los primeros en retirar, puesto que existen unos costes de transacción por la consiguiente inversión o desinversión en otros activos; y la pérdida de concentración de los gestores, que “poco a poco se van convirtiendo en gestores de un flujo de caja en lugar de gestores de activos y por consiguiente se centran en horizontes a más corto plazo”.

53. MAILLOC LÓPEZ, M. y RODRIGO ILLERA, C., en “*Invertir en Hedge Funds. Análisis de su estructura, estrategias y eficiencia*”, Ed. DÍAZ DE SANTOS, Madrid, 2004, página 246.

54. LHABITANT, F., “*Invertir...*”, p. 40.

sólo es posible durante su período inicial de emisión, mientras que los fondos abiertos⁵⁵ ofrecen nuevas fechas de suscripción de forma regular (normalmente trimestral o mensualmente). Excepto durante estos períodos, entrar en un fondo abierto no es posible.

- Las condiciones de rescate especifican las fechas y las condiciones en las que los inversores pueden rescatar sus acciones (sic). Lo habitual en el mercado suele ser al final de cada trimestre, pero los períodos de rescate más prolongados no son insólitos, sobre todo en fondos que invierten en mercados o valores con falta de liquidez. De todos modos, muchos fondos tienen previsto ampliar las condiciones de rescate si es necesario y algunos incluso cobran recargos como medida disuasoria de un rescate anticipado, o limitan el número de acciones que se pueden rescatar en un momento determinado. Además, a menudo se exige que los inversores avisen por adelantado su deseo de rescatar acciones (en general, entre treinta y noventa días antes de la fecha de rescate).
- Un período de inmovilización es obligatorio. Es el tiempo mínimo que un inversor debe mantener su dinero invertido en un hedge fund antes de poder rescatar sus acciones (sic) según las condiciones de rescate. El período habitual de inmovilización es de un año, pero los períodos más largos no son raros, sobre todo en fondos de gran reputación. Por ejemplo, apoyándose en su aura, el famoso hedge fund Long Term Capital Management exigía tres años de inmovilización de la inversión antes de su colapso en 1998⁵⁶.

En el ordenamiento español estas posibilidades se han tratado en los siguientes términos:

2.4.2.a) En relación con las condiciones de suscripción y reembolso podemos destacar las siguientes modificaciones:

-
55. Sobre la definición de “institución de inversión colectiva de tipo abierto”, véase artículo 2.1. segundo párrafo LIIC.
56. En relación con los problemas de gestión de activos ilíquidos en caso de solicitud de reembolso por parte de uno de los partícipes o accionistas, STRACHMAN para los hedge funds comercializados en Estados Unidos, señala también la posibilidad de utilizar “side-pocket accounts”: “One of the problems with trading or investing in illiquid securities is that occasionally a value can be realized only at the time of sale. This becomes an accounting problem if investors withdraw from the fund prior to your selling of the position. Most funds deal with this issue through something called a side-pocket account [also referred to as designated investments](...) allows the manager to segregate the specific investment from the rest of the portfolio and, based on an investor’s capital, determine how much of it should be allocated to the capital account (...) Once designated, the manager is able to use valuation, allocation, withdrawal and distribution provisions specific to side pockets without affecting the general portfolio of the fund. Investors are allocated an interest in a designated investment in proportion to their capital account. However, because these investments are difficult to value and trade, the manager treats this aspect of the portfolio as a private equity investment rather than as a hedge fund investment. This means that profits and losses are not distributed until the investment is monetized, and investors will not receive their interest in a designated investment immediately upon their withdrawal from the fund; they will have to wait until the fund exits the investment. As a fund manager, you are not entitled to receive an incentive allocation or performance fee attributable to the net gain of designated investments until the profits are realized”. Sobre este tema véase también FSA, Consultation Paper 07/6: “Funds of Alternative Investment Funds (FAIFs)”, marzo de 2007, página 14, disponible en: www.fsa.gov.uk/pages/Library/Policy/CP/2007/07_06.shtml

1. El apartado e) del artículo 43, referente al *cálculo del valor liquidativo* de acciones y participaciones ha sido objeto de dos modificaciones: en su periodicidad y en el derecho de reembolso.

En primer lugar, en lo referente a la periodicidad del cálculo del valor liquidativo, frente a la redacción anterior, en la cual había de ser como mínimo trimestral, aunque se podía calcular semestralmente con carácter excepcional y atendiendo a las inversiones previstas, en la nueva redacción se establece un régimen más flexible. Así, los seis meses pasan a constituir un límite máximo, dentro del cual las sociedades gestoras y las sociedades de inversión libre podrán determinar dicho valor liquidativo siempre y cuando esté justificado por el perfil inversor de la entidad⁵⁷.

En segundo lugar, frente a la regla general⁵⁸ según la cual las suscripciones y reembolsos de participaciones de fondos y la adquisición y venta de acciones de sociedades de inversión libre habrán de coincidir con las fechas de cálculo del valor liquidativo, se reconoce que podrá no otorgarse tal posibilidad cuando así lo exijan las inversiones previstas y así figure en el folleto informativo. Es decir, que podrán no otorgar reembolsos en todas las fechas de cálculo⁵⁹.

2. El nuevo apartado g) del artículo 43 permite a las IIC de inversión libre que garanticen el reembolso con cargo a su patrimonio⁶⁰ establecer un *límite máximo al importe de los reembolsos en una determinada fecha*⁶¹, sometida a las siguientes exigencias:

57. La norma 13^a.a).1 de la Circular 1/2006, de 3 de mayo, incluye como referencia complementaria obligatoria para las IICIL en el folleto completo y en el simplificado la periodicidad del valor liquidativo e información sobre los valores liquidativos estimados, e incluye la mención sobre la frecuencia con la que se garantiza la liquidez en el documento de consentimiento del inversor (norma 12^a). Téngase en cuenta, además, las normas 4^a.2. n) y 4^a. 3. g) de la Circular 3/2006, de 26 de octubre.

58. Artículo 48.2 RIIC.

59. Tercer párrafo de la Exposición de Motivos del Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo. Téngase en cuenta que de acuerdo con la redacción anterior del RIIC sólo cabía utilizar el régimen general para los fondos de inversión de acuerdo con el cual la suspensión temporal de la suscripción o reembolso de participaciones podía autorizarse por la CNMV de forma excepcional cuando no fuera posible determinar el precio o concurriera otra causa de causa mayor (artículo 7.3 LIIC), pero no hacerlo de forma ordinaria.

60. En la práctica, todas. La excepción podrían ser las sociedades de inversión de capital variable cotizadas pero incluso a estas se les impone la obligación de comprar y vender sus propias acciones en operaciones de contado cuando exista una diferencia entre el valor liquidativo y el de cotización oficial superior al cinco por ciento (artículo 52.3.a) RIIC).

61. Este es otro de los ejemplos de régimen informativo reforzado que caracteriza el nuevo régimen jurídico de las IICIL. Así, el límite máximo a los reembolsos en una misma fecha es una de las circunstancias incluidas en el documento de consentimiento del inversor de la norma 12^a de la Circular 1/2006. Por otra parte, la norma 13^a. f) de la misma Circular exige información en el folleto sobre la política de inversión en activos líquidos y de gestión de la liquidez para atender reembolsos. La Circular 3/2006 considera como modificación de un elemento esencial del folleto, el establecimiento o modificación significativa de restricciones en la suscripción o reembolso de participaciones o en la adquisición o transmisión de acciones. A priori, parece que el establecimiento de un límite máximo al reembolso y su modificación tienen ese carácter de modificación esencial. Compárese este régimen con el establecido con carácter general para los fondos de inversión financieros en los apartados 5 y 6 del artículo 48 RIIC.

- el límite máximo habrá de constar en el folleto.
 - una vez que las solicitudes de reembolso para una determinada fecha superen el límite que se haya establecido, se aplicarán reglas de prorrateo entre aquellos accionistas o partícipes que lo hayan solicitado.
 - la regla del prorrateo no podrá aplicarse más de una vez con el mismo socio o partícipe, de forma que en la siguiente fecha de reembolso⁶² deberá pagársele con carácter prioritario el importe que no fue satisfecho en la anterior, salvo que aquél renuncie expresamente a tal derecho.
3. Mediante el nuevo apartado i) del artículo 43 RIIC se permiten *los plazos de preaviso para suscripciones y reembolsos* sin importar la cuantía, siempre y cuando aparezcan expresamente previstos en el folleto⁶³.
 4. El nuevo apartado j) del artículo 43 permite un plazo muy amplio *para proceder al pago efectivo del reembolso de las participaciones*, yendo mucho más allá de los tres días hábiles prescritos como regla general por el apartado 5 del artículo 48 RIIC, para los fondos de inversión financieros tradicionales, y sometido a la necesaria publicidad en el folleto. Con el límite máximo de nueve meses desde que se produjo el preaviso, se permite reembolsar en un plazo de hasta el doble del período de cálculo del valor liquidativo (que como hemos visto puede llegar a ser de hasta seis meses⁶⁴).
 5. Finalmente, se ha previsto que las suscripciones y reembolsos de participaciones o la adquisición y venta de acciones en IICIL podrán efectuarse mediante *la entrega de activos e instrumentos financieros* aptos para la inversión, adecuados a la vocación inversora de la IIC⁶⁵.

62. Aunque la letra g) del artículo 43 RIIC habla de fecha de determinación del valor liquidativo, como hemos visto, cabe la posibilidad de que la misma no coincida con la fecha de reembolso, por lo que parece más conveniente referirse a la misma como fecha de reembolso.

63. Téngase en cuenta artículo 43.l) in fine. Así, por ejemplo, el fondo, MARCH CARTERA ACTIVA, FIL, establece en su folleto un plazo de 10 días de preaviso para reembolsos superiores a 300.000 euros. Véase cómo en algunos casos se ha establecido un plazo de preaviso implícito por vía de comisiones. Así, el fondo ADAMANTIUM, FIL, registrado el 4/12/2006, establece unas comisiones de suscripción y reembolso de la gestora del 5% para las suscripciones solicitadas dentro de los 3 días anteriores a la fecha de cálculo del valor liquidativo aplicable y para los reembolsos solicitados dentro de los seis días anteriores a la fecha de cálculo del valor liquidativo aplicable. Véase la consulta 8 del apartado sobre procedimientos de suscripción y reembolso de las IICIL en el documento “Segunda Ronda de Consultas sobre la Normativa Aplicable a las IICIL”, disponible en www.cnmv.es/CNMV al día/Comunicaciones de la CNMV.

64. Artículo 43.e) RIIC.

65. El artículo 7.4 LIIC establece, con carácter general, que las suscripciones y reembolsos de fondos de inversión se realizarán en efectivo. Sólo cuando se prevea reglamentariamente y en el reglamento de gestión podrán efectuarse mediante la entrega de bienes, valores o derechos aptos para la inversión, adecuados a la vocación inversora del fondo. Véase la Norma 3.1 de la Orden de 30 de julio de 1992, sobre precisión de las funciones y obligaciones de los depósitos, estados de posición y participaciones significativas en IIC, que sólo preveía el reembolso en efectivo y compárese con el artículo 5.2 de la Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril, que desarrolla el apartado d) del artículo 43 RIIC y la Norma 15^a.2 de la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la CNMV, sobre las IICIL, determinando que el pago de los reembolsos de IICIL se podrá realizar en especie siempre que así lo especifique el folleto de la IIC.

Cabe plantearse qué ocurre cuando los estatutos o el reglamento de gestión de una IICIL prevén de forma genérica que los reembolsos podrán efectuarse no sólo en efectivo, sino también mediante la entrega de activos e instrumentos financieros, indicando que las condiciones en las que se podrá hacer uso de esa posibilidad “serán las establecidas en el folleto informativo del fondo”, pero en el folleto propiamente dicho no aparece mención alguna sobre el tema. Por más que los estatutos o el reglamento de gestión de un fondo formen parte del folleto completo, como Anexo de los mismos (artículo 17 LIIC y Norma 2^a.5 de la Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la CNMV, sobre folletos explicativos de las IIC), parece claro que estamos ante una previsión genérica, necesitada de concreción⁶⁶ para ser empleada efectivamente.

Esta conclusión se refuerza si atendemos a la modificación de la letra d) que ha llevado a cabo el RD 362/2007, puesto que, mientras que en su redacción original sólo se preveía que estas operaciones de suscripción y reembolso de participaciones o adquisición y venta de acciones se podrían efectuar mediante entrega de activos aptos para la inversión del fondo, de acuerdo con su vocación inversora, ahora esto puede hacerse, *siempre que el folleto lo establezca*. Lo cual es coherente con la filosofía de mayor exigencia de información recogida en la Exposición de Motivos como contrapunto al elevado grado de flexibilidad que se reconoce a estas IIC.

No obstante lo anterior, si dicha concreción no se ha llevado a cabo, aún en los casos de previsión genérica parece que cabría acudir a la autorización excepcional de la CNMV, contemplada en el apartado 4 del artículo 7 LIIC⁶⁷.

4.2.b) Los períodos mínimos de permanencia (lock up) de accionistas o partícipes requerirán autorización de la CNMV (que en su caso se proporcionará, en virtud del principio de economía procesal en el ámbito administrativo, en el

Véase también el artículo 48.8 RIIC.

La característica de la liquidación en especie de un producto financiero no es nueva. Así, la Circular 2/1999, de 22 de abril, de la CNMV, por la que se aprueban determinados modelos de folletos de utilización en emisiones y ofertas públicas de venta de valores define el Contrato Financiero Atípico como contratos no negociados en mercados secundarios organizados por los que una entidad de crédito recibe dinero o valores, o ambas cosas, de su clientela asumiendo una obligación de reembolso consistente bien en la entrega de determinados valores cotizados, bien en el pago de una suma de dinero, o ambas cosas, en función de la evolución de la cotización de uno o varios valores, o de la evolución de un índice bursátil, sin compromiso de reembolso íntegro del principal recibido.

Sobre la situación previa a su regulación en España en el ámbito internacional en lo referente a suscripciones y reembolsos, véase “Estudio sobre la industria de hedge funds”, p. 22.

En opinión de MATEU DE ROS y GUERRA, se debe entender que se mantiene “la obligación de la gestora o de la IIC de utilizar activos líquidos en el reembolso, puesto que de otro modo no podría considerarse efectivamente reembolsada la inversión realizada por el partícipe o accionista”. MATEU DE ROS, R. y GUERRA, I. “Las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre”, en URÍA, F. (coordinador), “Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva”, Ed. LA LEY, Madrid, 2007, , página 1330.

66. Así, aunque esta circunstancia no aparece contemplada expresamente en el Anexo de la Circular 3/2006, de 26 de octubre, sobre folletos explicativos de las IIC, dentro del apartado INFORMACIÓN SOBRE EL PROCEDIMIENTO DE SUSCRIPCIÓN Y REEMBOLSO, parece que es una de las informaciones que han de aparecer como dato de interés. Téngase en cuenta que éste es uno de los datos que han de constar en el documento de consentimiento del inversor, según la norma 12^a de la Circular 1/2006, de 3 de mayo.

67. Ver artículo 48.8 RIIC y la Norma Tercera.1 de la Orden de 30 de julio de 1992.

momento de autorización del proyecto de IICIL, no habiéndose previsto un procedimiento de autorización de forma separada) e información específica en el folleto⁶⁸. Aunque veremos las comisiones en el apartado siguiente, procede señalar que cabría establecer medidas de efecto equivalente por vía de comisiones siempre y cuando no se infringiesen los requisitos establecidos en los artículos 8 LIIC y 5.2 RIIC. Esto es, respeto a los principios de igualdad entre participaciones, no discriminación, determinación con base a circunstancias objetivas e información adecuada en el folleto.

B.- La liquidez en términos de profundidad del mercado está regulada, de forma general para las IIC financieras, en el apartado 2 del artículo 40 RIIC que obliga a las sociedades gestoras o, en el caso de ser autogestionadas, a las sociedades de inversión, a contar con sistemas internos de control de la profundidad del mercado de los valores en que invierte considerando la negociación habitual y el volumen invertido, para procurar una liquidación ordenada de las posiciones de la IIC a través de los mecanismos normales de contratación, sobre lo cual se deberá informar en el folleto⁶⁹.

2.4.3. Comisiones

En lo referente a las comisiones⁷⁰, el apartado h) del artículo 43 profundiza en la desregulación de las mismas, puesto que no sólo se mantiene que no les serán de aplicación los límites máximos previstos en la normativa⁷¹, sino que establece que tampoco les serán de aplicación las disposiciones del RIIC sobre sus formas de cálculo⁷². Lo cual, a sensu contrario, ha de ser interpretado como que las disposiciones que no hagan referencia ni a límites ni a forma de cálculo, son plenamente de aplicación, como el apartado 2 del artículo 5 RIIC, que exige que se apliquen las mismas comisiones de gestión y depósito a todas las participaciones de la misma clase⁷³.

68. Compárese la diferencia con el régimen de liquidez que a los fondos y sociedades de inversión no destinados a inversores con cierta cualificación exige la normativa: artículo 48 RIIC. MAILLOC LÓPEZ, M. y RODRIGO ILLERA, C., en *“Invertir en Hedge Funds. Análisis de su estructura, estrategias y eficiencia”*, Ed. DÍAZ DE SANTOS, Madrid, 2004, páginas 101 y 102, categorizan tanto el período de lock-up como el período de redención (redemption period), como dos primas que, de alguna forma, satisface el inversor, aunque no se las pague al gestor del fondo, puesto en ambos casos su traducción económica es inmediata por cuanto que implican un coste de oportunidad para el inversor cuanto menos equivalente al rendimiento ofrecido durante el mismo periodo por el mercado monetario. Acerca del interés práctico de los gestores de hedge funds en contar con participes durante periodos de tiempo más o menos prolongados, ver AVERY, H., *“The funds of hedge funds that are too hot to handle”*, EUROMONEY, noviembre 2006, páginas 87 a 91.

69. N^o 13^a Circular 1/2006, en la letra e) obliga a informar en el folleto de forma específica de la estrategia de inversión y gestión de la IIC, de los especiales riesgos que pueda conllevar, así como de los criterios de concentración y diversificación que puedan ser relevantes para evaluar los riesgos en que se incurra.

70. Sobre las comisiones de las IICIL, véase MAILLOC LÓPEZ, M. y RODRIGO ILLERA, C., *“Invertir en hedge funds...”*, páginas 95 a 102 y *“Estudio sobre la industria de hedge funds”*, p. 65.

71. Artículo 5 apartados 3, 4 y 5 RIIC. Véase Disposición Adicional Única de la Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril, y normas 12^a (documento de consentimiento del inversor), 13^a.i) (folleto) y 14^af) (información periódica) de la Circular 1/2006, de 3 de mayo. Téngase en cuenta también la norma 4^a. h), j), m) de la Circular 3/2006, de 26 de octubre.

72. Por ejemplo, en el fondo MARCH CARTERA ACTIVA, FIL, registrado el 2 de abril de 2007 no se aprecian grandes diferencias respecto de los anteriores.

73. Ello sin perjuicio de lo establecido en el apartado 2^o del tercer párrafo del artículo 5.3 RIIC, que permi-

Hasta la modificación llevada a cabo por el RD 362/2007, la estructura habitual de comisiones, que no ha sufrido modificaciones hasta la fecha, ha sido la de: *comisión anual de gestión*, la cual se cobra en parte sobre el patrimonio gestionado y en parte sobre los resultados obtenidos. En relación con la parte cobrada sobre resultados, es de destacar que, aunque el artículo 5.3 RIIC no es de aplicación obligatoria, en los FIL registrados se mantiene el sistema *high water mark*⁷⁴, que impide que un partícipe soporte comisiones cuando el valor liquidativo de sus participaciones sea inferior a un valor previamente alcanzado por el fondo y por el que ya haya soportado comisiones por resultados⁷⁵; comisión anual de depositario sobre el patrimonio; comisión de la gestora por suscripción y por reembolso, sobre el importe suscrito o reembolsado.

En general, esta liberalización a la hora de la determinación de las comisiones, en línea con el espíritu flexibilizador de todo el RD 362/2007, está contrapesada por mayores obligaciones de información, debiéndose comunicar en el folleto las comisiones y gastos aplicables a la IIC o a los partícipes, de acuerdo con lo establecido por el segundo párrafo del apartado l) del artículo 43.

2.4.4. Régimen flexible

El penúltimo párrafo del artículo 43 RIIC autoriza al Ministro de Economía y Hacienda a establecer excepciones temporales al régimen de las IICIL, con carácter general o individual, para uno o varios fondos⁷⁶ o para uno o varios de los requisitos a los que ya nos hemos referido. Como hemos visto, las normas contenidas en el artículo 43 RIIC regulan los requisitos para que una entidad pueda ser autorizada como IICIL, la protección de los inversores (requisitos para poder suscribir, exigencias informativas, y medidas de control de riesgo⁷⁷) y la actuación inversora de la IIC (liquidez, endeudamiento y absoluta libertad inversora).

En principio, parece que existen dos posibles situaciones que pudieran dar lugar a ejercer esta autorización:

- La posibilidad de que se produzca una secuencia de efectos negativos similar a la que se produjo en el caso de Long Term Capital Management, en la cual las pérdidas en operaciones de mercado apalancadas generaron problemas de liquidez, exacerbadas por la iliquidez de los activos en mercados en tensión que hubieran desembocado en una situación de impago de las obligaciones del fondo con sus “prime brokers” y demás instituciones financieras si no hubiese actuado la Reserva Federal estadounidense. El efecto desbordamiento

te articular un sistema de cargo individual a cada partícipe de la comisión sobre resultados, de forma que éstos soporten el coste en función del resultado de su inversión en el fondo.

74. Artículo 5.3. tercer párrafo RIIC, aunque, como hemos indicado, no sería de aplicación obligatoria para IICIL.

75. Durante un plazo máximo de tres años.

76. Parece procedente considerar que, a pesar de la dicción literal del artículo 43, hay que considerar que las sociedades de inversión libre también pueden ser eximidas del cumplimiento de los requisitos en caso de que se produzca la misma necesidad de garantizar la integridad del mercado.

77. El control de riesgo tiene una doble vertiente, como protección de los inversores individuales y del sistema financiero en su conjunto.

sobre los mercados de una situación de este tipo depende tanto del tamaño del fondo como de la importancia de sus posiciones en los mercados en los que actúe.

- También puede dispararse la situación anterior por la salida masiva de *hedge funds* y otros inversores institucionales de mercados en los que hubieran tomado situaciones similares. La concentración de las posiciones, conexiones y vínculos, unida al efecto contagio pueden también conducir en último término a una situación de crisis del sistema⁷⁸.

Esta norma permitiría, en una hipotética situación de este tipo, facilitar la viabilidad, siquiera de forma temporal, de una o varias de estas entidades para asegurar su liquidación ordenada y sin riesgos. Esto se podría conseguir, por ejemplo, suspendiendo temporalmente los reembolsos. Esto es, actuando sobre las únicas rigideces que establece el Real Decreto sobre las IICIL: las exigencias de liquidez⁷⁹.

Pero en cualquier caso, la adopción de una medida de este tipo está sometida a un condicionante esencial: sólo se pueden adoptar medidas de este tipo cuando se esté ante un riesgo para la “integridad del mercado”.

En primer lugar, en relación con esta potestad, procede remarcar que no estamos ante una potestad discrecional en modo alguno. Sólo en caso de que se pongan de manifiesto circunstancias que impliquen un riesgo para la integridad de mercado se podrá ejercer por parte del Ministro de Economía y Hacienda esta potestad. En términos de García de Enterría, E. y Fernández, T.R.⁸⁰, “la indeterminación del enunciado no se traduce en una indeterminación de las aplicaciones del mismo, las cuales sólo permiten una “unidad de solución justa” en cada caso, a la que se llega mediante una actividad de cognición objetivable en cada caso, y no de volición”.

En segundo lugar, procede analizar el concepto jurídico indeterminado en que se basa esta potestad: la integridad del mercado. Aunque no existe una definición de este concepto en norma alguna sí que estamos ante un principio rastreable en di-

78. GARBARAVICIUS, T. y DIERICK, F., “*Hedge funds and their implications for financial stability*”, Occasional Paper Series, nº 34, agosto 2005, European Central Bank, p. 27. Estos autores distinguen tres vías por las que los *hedge funds* pueden afectar a la estabilidad financiera: la caída de un gran *hedge fund* o de un grupo de ellos puede conducir a un repercusiones de largo alcance para los bancos expuestos y los mercados financieros. En segundo lugar, una incorrecta gestión de la exposición a los *hedge funds* por parte de un banco o un grupo de bancos también puede llevar a una crisis sistémica por vía de contagio. En tercer lugar, la inestabilidad puede iniciarse a través del impacto de la propia actividad de los hedge funds en los mercados financieros.

79. Aunque también está limitado el endeudamiento resulta difícil de imaginar una situación en la que una entidad que puede endeudarse hasta cinco veces el valor de su patrimonio, en una situación de riesgo podría ser autorizada para endeudarse por encima de dicho límite.

80. GARCÍA DE ENTERRÍA, E. y FERNÁNDEZ, T.R., “Curso de Derecho Administrativo”, Tomo I, Ed. CIVITAS, Madrid, 2000, página 457.

rectivas europeas⁸¹ y en la LMV⁸², donde suele hacer referencia a lo que Moloney⁸³ define como “la protección del mercado frente a prácticas abusivas o a una falta de transparencia”⁸⁴. Sin embargo, parece que, en este caso, el Real Decreto ha de ser interpretado de una forma mucho más amplia, puesto que, como hemos visto y se puso de manifiesto con ocasión de la crisis de *Long Term Capital Management*, el bien a proteger y la justificación del ejercicio de esta potestad del Ministro de Economía y Hacienda está más bien, en la prevención del riesgo sistémico y, por tanto, en la protección de la estabilidad financiera del sistema⁸⁵.

-
81. Considerandos (5) y (71) y Sección Tercera del Capítulo II de MiFID; Considerandos (2), (11), (12), (24), (34), (37) y (43) de la Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado; Considerando (7) de la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre de 2003, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo.
82. Exposición de Motivos de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero.
83. MOLONEY, N., “EC Securities Regulation”, Ed. OXFORD EC LAW LIBRARY, Oxford, 2002, p. 22.
84. Traducción del autor. Véase también, FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Las normas de conducta en el Derecho del Mercado de Valores”, Ed. Instituto de Estudios Económicos, 2000, p. 68 y siguientes: “por integridad, debe entenderse aquella cualidad que hace que los mercados sean justos al caracterizarse por un comportamiento recto de parte de los sujetos intervinientes, conforme a unas normas establecidas (...) las pérdidas experimentadas como resultado de una manipulación de las cotizaciones, de la diseminación de una información falsa o incompleta, de un asesoramiento o gestión incorrectos por parte del intermediario no deben ser soportadas por el inversor, debiendo estar prohibidas y sancionadas (...) la clave “integridad” en las normas de conducta tiene una marcada referencia a la contratación o negociación, es decir, a las operaciones bursátiles o extrabursátiles que se formalicen con valores mobiliarios, o a actuaciones dirigidas a influir sobre la cotización de los mismos al objeto de derivar determinadas ventajas en dicha negociación”.
85. Así, en el documento presentado al Comité encargado de asuntos económicos, finanzas y Administración Pública de la Cámara de Representantes australiana en 1999, tras el estallido del caso LTCM, y en consonancia con las manifestaciones de Alan Greenspan ante el Congreso de los Estados Unidos sobre su actuación en el mismo se dice: “The emergence of hedge funds as systemically important institutions arises largely from the fact that their activities can result in damaging fire-sales of financial assets. In turn, this possibility stems from the large market positions that some hedge funds have been able to obtain, and is increased when those positions are highly leveraged. Such positions are not only risky for investors in the fund, but also for the system as a whole. When prices move adversely, liquidity problems can arise as institutions attempt to meet margin calls, with solvency becoming an issue if the positions are highly leveraged. These problems can force the rapid fire-sale of financial assets by the troubled institution, triggering a wave of selling in other markets through a cascading process of liquidation of positions. The difficulties are compounded when financial institutions have large credit exposures to hedge funds and exposures to the markets in which the fire-sales are occurring. The end result could be a seizing up of even the largest financial markets”. Documento completo disponible en www.rba.gov.au/.../SubmissionsToParliamentaryCommittees/hedge_funds_and_market_stability.pdf. Véase también ARENILLAS, C., Discurso de apertura del acto Fondos de Inversión Libre del periódico Cinco Días.

3. Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (artículo 44 RIIC)

3.1. Concepto

La operativa de los fondos de fondos consiste en reunir diversos fondos hedge bajo una sola estructura de inversión colectiva, dirigida ésta a su vez por un gestor especializado en la selección y diversificación de los primeros⁸⁶.

Con ello se obtiene una menor volatilidad y una dilución del riesgo que caracteriza a los *hedge funds*⁸⁷ que hemos visto, pero a cambio se obtiene una menor rentabilidad potencial de la que se puede obtener en aquéllos.

Conviene destacar que aquí ni se exige un desembolso mínimo que garantice que el adquirente/suscriptor tiene medios económicos suficientes como para contar con un asesoramiento profesional que le proteja ni existe limitación alguna en cuanto a la comercialización de dichas entidades. Es decir, estamos ante un producto en principio apto para los inversores minoristas. Sin embargo, en la normativa que regula la materia no se ha considerado suficiente la información que se proporciona de forma habitual para cualquier otra IIC y se ha extendido la exigencia del documento de consentimiento a la suscripción o adquisición de estos productos por inversores no cualificados.

3.2. Regulación

Frente a la redacción original del artículo 44 RIIC, que caracteriza a las IICICIL como IIC financieras ordinarias, destinadas al inversor minorista aunque con de-

86. ROA, A., BORRÁS, M., RAMÍREZ, E. y MARDOMINGO, J. "Fondos Hedge: Conceptos y Estructuras", Ed. Pirámide, Madrid, 2004, p. 67; véase también LHABITANT, "Hedge Funds...", p. 315; "Estudios sobre la industria de hedge funds", p. 59; MATEU DE ROS y GUERRA, "Régimen jurídico...", página 1351.

87. Ver sobre los riesgos específicos de los hedge funds SECO, L.A., "Hedge Funds: Truths and Myths", Revista de economía financiera, ISSN 1697-9761, N.º. 6, 2005, p. 88. Por otra parte, WILSON, N., "Alternative becomes even more main stream", AIMA Journal, Primavera 2007, sobre la evolución del año 2006 en la industria de hedge funds señala "ironically, the biggest negative event of the year, (the sudden collapse of Amaranth), in some ways demonstrated, yet again, just why funds of funds continue to be the most popular route for end-investors. While it could not certainly be described as good news for those fund of funds groups who allocated to Amaranth, their end-investor clients will generally have lost a lot less than investors who came direct. For most funds of funds groups affected, it ultimately became a performance issue, taking some of the shine off gains made elsewhere, rather than a life-threatening blow".

terminadas especialidades, la nueva redacción incluida en el Real Decreto 362/2007 flexibiliza notoriamente su régimen, aproximándolo al de las instituciones que constituyen su subyacente. Aunque no de forma automática, se permite que las IICIICIL ostenten determinadas características de los *hedge funds* puros, en materias como la liquidez de estas instituciones, pero con una particularidad: en los aspectos más significativos estas autorizaciones han de ser objeto de un control específico de la CNMV, teniendo en cuenta la política de inversión de la entidad y su política de comercialización.

3.2.1. Política de inversión

En primer lugar, de acuerdo con la letra a) del artículo 44 RIIC deberán invertir al menos el 60 por ciento de su patrimonio en IIC de inversión libre de las reguladas en el artículo 43 constituidas en España y en IIC extranjeras similares, o bien domiciliadas en países pertenecientes a la OCDE, o bien cuya gestión haya sido encomendada a una sociedad gestora sujeta a supervisión con domicilio en un país perteneciente a la OCDE⁸⁸.

No obstante, esta redacción era de una gran amplitud, pudiendo dar lugar a la existencia de participaciones “en cascada” entre fondos de fondos⁸⁹. Por ello se ha introducido un apartado 2 en el artículo 44 que establece la prohibición absoluta a estas instituciones de invertir a su vez en otras IIC de inversión libre o en extranjeras *similares*, aunque esto no impide que las IICIICIL puedan invertir hasta el 10 por ciento de su patrimonio en el resto de activos permitidos por la letra j) del artículo 36.1 RIIC⁹⁰.

En segundo lugar, se prohíbe que estas instituciones inviertan más del 10 por ciento del patrimonio en una única IICIL⁹¹. Aquí se introduce otra novedad del Real Decreto 362/2007. Modificando lo establecido en la redacción anterior se prevé, al igual que en el régimen de las IIC financieras comunes⁹², la posibilidad de que exista un exceso sobre dicho límite. Se concede a la sociedad gestora un plazo de un año para regularizar dicho límite, “siempre que dicho exceso se haya producido con posterioridad a la fecha de la última adquisición parcial o total de los valores en cuestión”. Es decir, que este exceso ha de ser sobrevenido e involuntario (el ejemplo paradigmático consistiría en una fuerte revalorización de una de las IICIL que constituyen el subyacente, de forma que su participación en el patrimonio del hedge fund pase a ser superior al 10 por ciento permitido por la norma) para que se pueda disfrutar de dicho plazo⁹³. No obstante lo anterior, cuando la IICIICIL haya superado los límites en más de un 35 por ciento, la IICIICIL deberá reducir dicho exceso a un porcentaje

88. Artículo 3 Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril. Norma 20ª de la Circular 1/2006.

89. Esta modificación alinea el régimen de las IICIICIL con el resto de las IIC financieras, evitando las participaciones en cascada: las letras c) y d) del apartado 1 del artículo 36 RIIC sólo les permiten invertir en otras IIC que no puedan, a su vez, invertir más del 10 por ciento de su patrimonio en otras IIC.

90. Véanse las consultas 2, 3 y 4 del apartado sobre activos aptos y límites de inversión de las IICIL en el documento “Segunda Ronda de Consultas sobre la Normativa Aplicable a las IICIL”, disponible en www.cnmv.es/CNMV al día/Comunicaciones de la CNMV.

91. Compárese con el régimen común del artículo 30.2 LIIC y artículo 38.7 RIIC.

92. Artículo 38.8 RIIC.

93. Téngase en cuenta que el artículo 80.e) y 81.e) LIIC consideran como infracción muy grave y grave, respectivamente, el incumplimiento de los límites a la inversión.

inferior al mismo en un plazo de seis meses, sin perjuicio de la regularización total en el plazo de un año⁹⁴.

Más allá de estas dos excepciones, es de aplicación a las IICIICIL el régimen general de las IIC financieras⁹⁵.

En tercer lugar y como hemos visto, en las IICIICIL la política de inversión se desarrolla fundamentalmente a través de la selección de las IICIL o entidades similares que constituirán su subyacente⁹⁶. En general, este proceso de selección consta de cuatro fases⁹⁷: primera fase o filtrado del universo de fondos, segunda fase o diferenciación de los fondos por tipo de análisis (cuantitativo, basado en la rentabilidad y el riesgo de los fondos preseleccionados y cualitativo, más centrado en estudiar la capacidad del gestor para generar rentabilidad con independencia de las condiciones del mercado), tercera fase o “*due diligence*” y cuarta fase, elección del fondo en el cual invertir. Este proceso ha sido objeto de regulación legal individualizada en la Circular 1/2006, cuya norma 10^a establece que una “hoja de ruta” sobre los aspectos que, en todo caso y como mínimo, deberán ser analizados previamente a la selección de un subyacente⁹⁸.

94. Esto es, si una IICIICIL ha pasado de tener el 10 por ciento de su patrimonio en una única IICIL a poseer el 14,5 por ciento, tiene seis meses para pasar a un porcentaje inferior al 13,5 y un año para quedar en el 10 por ciento.

95. Sección 1^a del Capítulo I del Título III RIIC.

96. Sobre la importancia de la adecuada selección de fondos subyacentes, téngase en cuenta que existen dos riesgos añadidos al inherente en la inversión en *hedge funds*: por un lado, los fondos incluidos en la cartera pueden llevar a cabo políticas de inversión iguales o muy similares, incrementando el nivel de riesgo a nivel del fondo de fondos. Por otro, y en sentido contrario, las operaciones llevadas a cabo por los diferentes fondos subyacentes se pueden contrarrestar entre sí (el fondo A vende una acción X a corto, mientras que el fondo B, la compra a largo). El resultado para el inversor en un fondo de fondos “hedge” sería el pago de comisiones sin beneficio alguno. KOVAS, A. “*Should hedge fund products be marketed to retail investors?*”, p. 107 y 108, en BAUMS y CAHN, (eds) “*Hedge funds...*”.

97. ROA, A., BORRÁS, M., RAMÍREZ, E. y MARDOMINGO, J. “*Fondos Hedge...*”, p. 73 a 85. Ver también LHABITANT, “*Hedge Funds...*”, p. 299 a 313.

98. Norma 10^a Circular 1/2006: 1. Las sociedades gestoras de IIC de Inversión Libre deberán incluir como parte de sus procedimientos de control interno los criterios cualitativos, cuantitativos y operacionales en los que fundamenten la evaluación y análisis de inversiones para las instituciones que gestionen. Estos criterios deberán haberse acordado con el depositario y deberán contar con la aprobación del Consejo de Administración de la gestora y de una persona con poder suficiente del depositario. Tales criterios tomarán en cuenta como mínimo los siguientes aspectos de las sociedades gestoras de las IIC subyacentes, o de estas últimas:

- a) Estrategias y procesos de inversión y construcción de carteras.
- b) Dotación de medios humanos de las sociedades gestoras y experiencia y honorabilidad de los gestores. En el análisis de la calidad del equipo gestor se deberán tener en cuenta las referencias existentes de terceros.
- c) Mecanismos del control del riesgo, con especial atención a los sistemas de evaluación del riesgo en situaciones extremas, y procedimientos de valoración de activos y cálculo del valor liquidativo.
- d) Relaciones con entidades en que se hayan delegado funciones de administración, con intermediarios, custodios y subcustodios, entidades con las que se hayan concertado acuerdos de garantía financiera y, en general, con las entidades proveedoras de servicios.
- e) Nivel de apalancamiento, gastos y comisiones del fondo. Sistemas de equalización.
- f) Mecanismos y condiciones de suscripción y reembolso.
- g) Forma de representación, registro y custodia de las participaciones o acciones.
- h) Análisis cuantitativo: estudio de rentabilidades y correlaciones, simulaciones y análisis estadísticos.
- i) Documentación legal: folleto, documentos constitutivos, contratos de delegación y con los proveedores de servicios, y auditorías.

Hasta la fecha, lo más habitual ha sido la delegación de estas funciones en entidades especializadas (en muchos casos, extranjeras) debiendo informarse en el folleto de la entidad a la que se le ha encomendado esta función en el apartado “Política de Inversión”⁹⁹.

Por otra parte, la documentación que, de acuerdo con dicho procedimiento de control interno debe haberse generado previamente a la selección de cualquier subyacente ha de ser conservada durante cinco años. Durante este plazo, no sólo podría ser objeto de la supervisión por parte de la CNMV, sino que esta documentación constituiría, en su caso, un elemento esencial para comprobar el cumplimiento por parte de gestoras y depositarios de sus obligaciones de control interno. No podemos olvidar que el régimen de responsabilidad de sociedades gestoras de IIC¹⁰⁰ y de depositarios¹⁰¹ les obliga a responder frente a partícipes o accionistas por todos los perjuicios que se les causare por incumplimiento de sus obligaciones legales¹⁰².

3.2.2. Liquidez

Se ha alineado significativamente el régimen de las IICIICIL al de las IICIL en lo referente a la periodicidad del cálculo del valor liquidativo¹⁰³, posibilidad de no conceder derecho de reembolso en todas las fechas de determinación del valor liquidativo, el *lock up*, los límites máximos al reembolso en una determinada fecha¹⁰⁴, el establecimiento de períodos de preaviso para suscripciones y reembolsos¹⁰⁵ y el plazo máximo para su pago¹⁰⁶.

Sin embargo, en todos estos casos, y a diferencia de lo que se ha previsto para las IICIL, en las cuales el establecimiento de cualesquiera limitaciones está permitida a priori, sometida únicamente a la publicidad en el folleto, aquí se exige, en cada uno

j) Contenido y frecuencia de la información periódica a recibir de las gestoras de cada IIC subyacente.
k) Existencia de acuerdos especiales con determinados inversores.

99. Norma 13^a.e) de la Circular 1/2006. Anexos A y B de la Circular 3/2006, de 26 de octubre, en particular las notas al pie 19 del Anexo A y 22 del Anexo B, que imponen la obligatoriedad de informar sobre la estrategia de inversión y gestión de la IIC, debiendo incluirse en las IICIICIL los criterios para la selección de las IIC subyacentes en las que invierta, y los criterios de diversificación por gestores, estrategias y valores, así como información en caso de delegación de la evaluación y análisis de las IIC en las que se invierta.

100. Artículo 46.4 LIIC.

101. Artículo 62.2 LIIC.

102. Así, desde una perspectiva hipotética, si en realidad no existiera procedimiento alguno o éste no se siguiera, podríamos llegar a hablar de dos fuentes de responsabilidad distintas, atendiendo a las circunstancias del caso concreto: por parte de los accionistas o partícipes perjudicados y la eventual apertura de expediente sancionador en virtud de las letras n) y o) del artículo 8o.

103. Letra c) del artículo 44 RIIC.

104. Con un límite de seis meses.

105. Con el límite de quince días naturales previos a la fecha de determinación del valor liquidativo.

106. Así, por ejemplo, ALTEX BAJO RIESGO, IICIICIL, registrada el 1/06/2007 prevé la posibilidad de reembolso trimestral, y se reserva procesar solicitudes de reembolso que superen el 10 % del patrimonio del fondo por el importe que supere dicho porcentaje; BANKINTER MONTBLANC, IICIICIL, registrada el 2/04/2007 también prevé el reembolso trimestral, un preaviso de 45 días para el reembolso con un límite del 10 % del patrimonio del fondo; CAJA MADRID SELECCIÓN INVERSIÓN LIBRE, IICIICIL establece el pago del reembolso en D+20, con un límite de reembolso en el 25 % del patrimonio del fondo.

de los supuestos, una autorización específica de la CNMV, la cual deberá ponderar si el establecimiento de cada restricción a la liquidez es adecuada a la “política de inversión” y a la “política comercial”¹⁰⁷.

En primer lugar, hay que remarcar que la autorización a la que se refiere no se proporciona en modo alguno en virtud de un procedimiento específico, sino que, en virtud del principio de economía procesal aplicado al ámbito administrativo¹⁰⁸, se unifica en la autorización del proyecto de constitución de IIC o bien, en el hipotético caso de que se presentara, en el de autorización de una modificación esencial del folleto¹⁰⁹.

En segundo lugar, conviene hacer referencia a los conceptos de “política inversora” y “política comercial” en virtud de las cuales la CNMV puede autorizar la introducción de estas restricciones a la liquidez en un producto en principio dirigido a inversores minoristas. En relación con la “política de inversión” hay que tener en cuenta que a las IICIL les es de plena aplicación el artículo 40 RIIC, sobre las obligaciones de liquidez del fondo, en virtud del cual han de mantener un coeficiente mínimo de liquidez del 3 por ciento de su patrimonio. Sin embargo, la esencia de estas IIC es la inversión en instituciones que, como hemos visto, suelen tener importantes limitaciones a la liquidez que, de forma necesaria, se transmiten a la IICIL. Estas disposiciones favorecen su gestión por cuanto permiten evitar los “cuellos de botella” derivados de las solicitudes de reembolso en aquellas instituciones que pretendan invertir en IICIL especialmente ilíquidas. El concepto de “política comercial” resulta más complejo de concretar. Aunque no existe previsión específica que nos oriente en su interpretación, parece hacer referencia no sólo a la elección de los destinatarios potenciales de la actividad publicitaria sino también a la información que se proporcione sobre estos productos. Las obligaciones de información reforzada exigidas a estas entidades (folleto general con previsiones específicas más documento de consentimiento), facilitan la autorización de estas restricciones aunque vayan destinadas a inversores medios, sin cualificación reforzada, puesto que se proporciona información exhaustiva sobre los riesgos específicos de la inversión.

Por último, el régimen general de endeudamiento de las IIC financieras se flexibiliza. El artículo 41 RIIC ya permite que las IIC financieras se endeuden para resolver dificultades transitorias de tesorería, siempre que sea por un plazo inferior a un mes o mediante la adquisición de activos con pago aplazado. Frente a ello, para las IICIL, el RIIC habilita a la CNMV para autorizar, con carácter excepcional y cuando

107. Desde la fecha de aprobación del RD 362/2007, los fondos de fondos aprobados han ido destinados mayoritariamente al inversor minorista, sin que se haya restringido el establecimiento a estas limitaciones, en tanto en virtud de su política de inversión se pudieran dar potencialmente estas circunstancias. Véase por ejemplo, AYG SYZ LOW VOLATILITY FUND, IICIL, registrado el 25/05/2007. Téngase en cuenta “Estudio sobre la industria de hedge funds”, páginas 115 a 118.

108. Artículo 3.1 Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

109. Artículo 14 RIIC. Téngase en cuenta la Norma cuarta.2 y 3 de la Circular 3/2006, de 26 de octubre, que califican como modificaciones esenciales del folleto, entre otras, las modificaciones relativas al procedimiento de suscripción y reembolso de las participaciones/adquisición y transmisión de las acciones así como cualquier otro cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para suscribir o reembolsar las participaciones del fondo o para adquirir o transmitir las acciones de la sociedad.

se den dificultades de tesorería graves, que esta circunstancia se prolongue durante un plazo superior¹¹⁰.

3.2.3. Otros aspectos

La regulación de las comisiones de las IICIICIL está totalmente equiparada al de IICIL, al haber sido modificada en idénticos términos que ésta, introduciendo, junto con la ausencia de límites máximos que ya existía, una total libertad en la forma de determinación de las mismas¹¹¹.

Hay que destacar también la aplicación a estas instituciones del régimen de valores liquidativos estimados¹¹².

Se ha reconocido también la especificidad de la estrategia de inversión de los fondos de fondos hedge, eximiéndoles de informar periódicamente de la composición de su cartera de valores, aunque el resto de la información sí que deberá ser proporcionada¹¹³. No obstante, señalar que esta materia ha de ser desarrollada mediante Circular de la CNMV.

110. Artículo 40 RIIC.

111. Sobre las comisiones de los fondos de fondos hedge y la doble capa de comisiones que se satisfacen, LHABITANT, "Hedge Funds...", p. 326 a 328. Téngase en cuenta nota al pie 33 del Anexo A y 35 del Anexo B y norma cuarta.2 letras g), h), l) y m) de la Circular 3/2006. En el apartado VI de los correspondientes folletos (Comisiones aplicadas) se introduce la leyenda "El Fondo se caracteriza por invertir mayoritariamente en otras IIC, por lo tanto, además de los gastos directos especificados en este folleto informativo, el Fondo soportará gastos adicionales derivados de estas inversiones sobre los cuales se informará en los correspondientes informes periódicos".

112. Artículo 44.1.m) RIIC. Norma 17^a de la Circular 1/2006, de 3 de mayo.

113. Artículo 44.1.l) RIIC.

4. Impacto del RD 362/2007

La aparición del Real Decreto ha de ser valorado más positivamente en el ámbito de los fondos de fondos “*hedge*” que en las IICIL puras. Así, mientras desde la aprobación de la reforma apenas se han registrado tres nuevas IICIL, con lo que son nueve las inscritas en los registros de la CNMV, en IICIICIL se ha pasado de dos registradas, a veintiuna.

5. Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva de inversión libre

La opción legislativa que se ha seguido en relación con las gestoras de IICIL y de IICIICIL ha sido la de no exigir exclusividad en esta actividad¹¹⁴, de forma que las sociedades gestoras de otros tipos de IIC pueden desempeñar esta función siempre y cuando cumplan con los requisitos establecidos, debiendo llevar a cabo una modificación de su programa de actividades y acreditar medios suficientes para realizar esta actividad.

Por otra parte, hay que destacar que la gestión de IICIL y la de IICIICIL son diferentes, diferentes sus requerimientos y, a efectos de la autorización del ejercicio de dichas actividades, en caso de que se pretendan ejercer ambas, han de cursarse por separado, puesto que la actividad que desarrollan es completamente distinta. Así, no es igual la estructura organizativa ni los medios de control que han de desarrollar las SGIIC que van a llevar a cabo cualquiera de las estrategias típicas de los hedge funds (market neutral, arbitraje de fusiones, distressed securities, long/short equity...¹¹⁵) que la que se exigirá a una gestora de IICIICIL¹¹⁶. Y un tercer supuesto sería el de una sociedad gestora que gestionase únicamente fondos subordinados a un “*hedge*”

114. Norma 2ª de la Circular 1/2006.

115. Para la descripción de las estrategias de los fondos hedge, ver ROA, BORRÁS, RAMÍREZ y MARDOMINGO, “Fondos Hedge...”, p. 27 a 63. Téngase en cuenta además que, como ya hemos visto, generalmente estas estrategias requieren la utilización de derivados y de valores no cotizados, que de acuerdo con las Circulares 3/1997, de 29 de julio, de la CNMV, sobre obligaciones de información a socios y partícipes de IIC de carácter financiero y determinados desarrollos de la O.M. de 10 de junio de 1997 sobre operaciones de estas instituciones en instrumentos derivados (norma 6ª) y la Circular 4/1997, de 26 de noviembre, de la CNMV sobre criterios de valoración y condiciones de inversión colectiva en valores no cotizados, para desarrollar este tipo de actividad es necesario contar con medios humanos adecuados.

116. ROA, BORRÁS, RAMÍREZ y MARDOMINGO, “Fondos Hedge...”, p.70 y 71 distinguen dos tipos de gestión de fondos de fondos:

- pasiva: consistente en subcontratar un número muy limitado de fondos individuales integrantes, normalmente entre 5 y 10, cuidadosamente seleccionados y controlados día a día. Es también usual que el fondo de fondos hedge (...) abra una cuenta separada paralela a éste de la cual se eliminan las operaciones que (...) no consideran aptas según su concepto particular de riesgo. (...) Su ventaja es la plena integración con los gestores subcontratados y el control día a día de su actividad.
- Activa: consiste en integrar muchos hedge funds, entre 20 y 50 e incluso más, aumentando y disminuyendo el dinero asignado a cada uno de ellos según la opinión que al gestor del fondo de fondos tenga sobre qué estrategias o sobre qué gestores le merecen confianza en un momento determinado. Se procura que las cantidades asignadas no representen un porcentaje significativo para cada hedge fund a fin de evitar dificultades de rescate en caso de decidir una retirada súbita.

(estructura *master-feeder*), respecto de los cuales la norma no hace previsión alguna, por lo que, en principio, les son de aplicación los requisitos generales.

No se advierten diferencias esenciales en relación con la estructura habitual de las sociedades gestoras de IIC (en adelante, SGIIC), compuesta por un área de gestión, un área de control de riesgos, un área de administración¹¹⁷, y una unidad de control para la revisión de los procedimientos y sistemas de control interno. Sin embargo, sí que se refuerzan ciertas características respecto del régimen general:

- Segregación estricta de las funciones de gestión, administración y control en el seno de la SGIICIL/SGIICIICIL¹¹⁸, aunque esta exigencia ya no puede considerarse específica de estas gestoras, sino aplicable en general.
- Recursos propios reforzados sobre las exigencias generales¹¹⁹, exigiendo además que se añada el 4 por 100 de los ingresos brutos por comisiones que obtengan por la gestión de las IIC reguladas en la Circular.
- Cualificación específica para poder desempeñar la gestión de este tipo de activos. La norma 5^a de la Circular 1/2006 considera que la poseen aquellas personas que durante un plazo no inferior a dos años hayan desempeñado funciones relacionadas con IICIL u *otras actividades de gestión alternativa* similares a las desarrolladas por estas IIC. Hay que destacar la especificidad de este requisito. Especialmente en el caso de las SGIICIL, las instituciones gestionadas suelen requerir tanto la operativa en instrumentos derivados como en instrumentos no cotizados en mercados secundarios, pero tener experiencia en estos aspectos no presupone por sí la necesaria para operar en la inversión libre. No cualquier tipo de relación profesional en el sector financiero habilita “*per se*” para ello, sino que se requiere el desempeño (actual o pasado) de funciones en el sector de la gestión alternativa que requieran conocimientos efectivos sobre su operativa¹²⁰, y estas funciones deben de haberse desempeñado durante un período de tiempo razonable.
- La evaluación y análisis de las IICIL subyacentes en las IICIICIL (la “*due diligence*”): de acuerdo con la norma 10^a de la Circular 1/2006, las sociedades gestoras de IICIICIL deberán incluir como parte de sus procedimientos de control interno los criterios cualitativos, cuantitativos y operacionales en los que fundamenten la evaluación y análisis de inversiones para las instituciones que gestionen. Habida cuenta de su relevancia, habrá de ser acordada entre el consejo de administración de la sociedad gestora y una persona con capacidad suficiente para obligar al depositario¹²¹.

117. Servicios contables en relación con la gestión de las IIC gestionadas, valoración y determinación del valor liquidativo y control del cumplimiento de la normativa financiera.

118. Norma 7^a Circular 1/2006.

119. Artículo 41 LIIC y artículo 70 RIIC.

120. Compárese con el artículo 10.2.c) de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

121. Sobre la importancia de la adecuada selección de fondos subyacentes, téngase en cuenta que existen dos riesgos añadidos al inherente en la inversión en hedge funds en este caso: por un lado, los fondos incluidos en la cartera pueden llevar a cabo políticas de inversión iguales o muy similares, incremen-

- En caso de que la gestora no desempeñe por sí las funciones de gestión, puede delegarlas en terceras entidades que sí cuenten con los requisitos exigidos, siempre que la delegante retenga los medios para controlar la actividad delegada¹²². Tanto para la delegación de la gestión de la cartera, de la realización de la “*due diligence*” y de las funciones de administración, que veremos a continuación, es necesaria la previa autorización e inscripción en los registros de la CNMV, de acuerdo con los requisitos establecidos en el artículo 68 RIIC (fundamentalmente, capacidad de la entidad delegada para llevar a cabo las funciones encomendadas, procedimientos de control por parte de la delegante, compromiso de la entidad delegada de colaborar en la función de supervisión llevada a cabo por la CNMV y, en su caso, cumplimiento de la obligación de otorgar derecho de reembolso a los partícipes del fondo)¹²³.
- La delegación de las funciones de administración¹²⁴ es objeto de regulación específica en la norma 8ª de la Circular 1/2006, en la que se refuerzan aún más

tando el nivel de riesgo a nivel del fondo. Por otro, y en sentido contrario, las operaciones llevadas a cabo por los diferentes fondos subyacentes se pueden contrarrestar entre sí (el fondo A vende una acción X a corto, mientras que el fondo B, la compra a largo). El resultado para el inversor en un fondo de fondos “*hedge*” sería el pago de comisiones sin beneficio alguno. KOVAS, A. “*Should hedge fund products be marketed to retail investors?*”, p. 107 y 108, en BAUMS y CAHN, (eds) “*Hedge funds...*”.

122. Norma 4ª.1 Circular 1/2006. Artículo 68 RIIC. Téngase en cuenta que en la estructura habitual de un “*hedge fund*”, junto con el gestor propiamente dicho (*manager*) y el custodio o depositario, aparecen el asesor financiero (*investment advisor*), el promotor (*placement agent*), el auditor, el asesor legal, el administrador y el *prime broker*. La figura del *prime broker* es especialmente importante, pudiendo comprender todas o algunas de las anteriores. Ordinariamente llevan a cabo el préstamo de valores al fondo, la custodia/compensación/liquidación (téngase en cuenta que si el *prime broker* actuara al mismo tiempo como depositario y prestara cualesquiera de los otros servicios existiría un riesgo de conflicto de intereses entre la prestación de los otros servicios y la función de control que le atribuye el artículo 57.1 LIIC y 9 de la Orden EHA/1199/2006 al depositario), financiación, elaboración de informes/tecnología, búsqueda de inversores, consultoría y gestión del riesgo. Extraído de “Estudio sobre la industria de hedge funds”, p. 33 a 39. En general, en relación con el “*outsourcing*”, téngase en cuenta el documento de IOSCO, “*Principles on outsourcing of financial services for market intermediaries*”, de febrero de 2005, disponible en www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD171.pdf
123. Téngase en cuenta que una de las posibilidades que existen es la delegación de las funciones de gestión de la cartera en una empresa de servicios de inversión que esté autorizada para llevar a cabo este tipo de actividad (recogida en el artículo 63.1.d) de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores). Además, y dependiendo de las circunstancias del caso concreto, podría ser necesario que una actividad de este tipo esté incluida en el programa de actividades de la ESI delegada, previa la acreditación de los correspondientes medios y capacidades (artículo 9.1 RD 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión).
124. Los servicios más importantes que pueden prestar los administradores son:
- comunicación con los inversores (atender las peticiones de los clientes y de enviarles las informaciones que sean procedentes, mantener el registro de inversores y su identificación, procesar todas las transacciones del fondo (suscripciones y reembolsos) y de calcular y aplicar las comisiones por resultados
 - cálculo del valor actual neto del fondo
 - estados financieros
 - proporcionar tecnología: bases de datos, software que permita el seguimiento detallado de las posiciones del fondo y analizar en tiempo real beneficios y pérdidas...
 - gestionar las exigencias regulatorias locales.

Extraído de “Estudio sobre la industria de hedge funds”, p. 40-41.

las exigencias de idoneidad de la entidad delegada, control por la delegante¹²⁵ y respeto de los criterios de valoración de activos exigidos por la normas españolas y recogidos en los correspondientes folletos. Por otra parte, la delegación de estas funciones puede ser total o para funciones específicas (el cálculo del valor liquidativo, la contabilidad...) ¹²⁶.

- Conviene aclarar que ni la realización de la “due diligence” ni las funciones de administración son actividades reguladas en el ordenamiento español, de forma que no es necesario estar registrado en la CNMV para prestar este servicio¹²⁷.

Hasta la fecha de cierre de este artículo se han producido ocho autorizaciones de nuevas sociedades gestoras de IIC con capacidad para llevar a cabo gestión libre y veintidós ampliaciones de programa de actividades. De ellas, en sólo tres no hay delegación de ningún tipo. Hay, asimismo, tres nuevas autorizaciones en tramitación y once solicitudes de ampliación de programas de actividades para llevar a cabo estas actividades. Esta destacable intensidad demuestra la existencia de una industria muy activa e interesada en la gestión alternativa pura.

125. La suficiencia de los medios deberá ser acreditada por la delegante ante la CNMV. Véase capítulo 7 del Manual para la solicitud de autorización de SGIC disponible www.cnmv.es, dentro de la sección “Legislación, jurisprudencia y otras normas”, en el apartado, “Modelos normalizados”.

126. De las veintiocho entidades autorizadas para llevar a cabo estas actividades, doce tienen delegadas funciones de administración.

127. Y de hecho ésta es una de las funciones más delegadas en entidades especializadas en la realización de este tipo de procesos. De las veintitrés entidades habilitadas para gestiones IICIICIL, dieciséis tienen delegada esta función.

6. La actividad supervisora de la CNMV en materia de “*hedge funds*”

En el seno de la CNMV esta actividad se ejecuta principalmente mediante el control de la información proporcionada en el folleto y demás documentación proporcionada a los potenciales accionistas o partícipes, que es controlada en la fase de autorización y registro y mediante la supervisión continua de su actividad, complementaria de la que, de modo ordinario, ha de llevar a cabo la entidad depositaria¹²⁸.

En lo que hace a la primera, es gestionada desde la Dirección de Autorización y Registro de Entidades, dependiente de la Dirección General de Entidades¹²⁹, y podemos distinguir, además de la autorización y registro de sociedades y fondos de inversión libre y de IICIL¹³⁰, los siguientes procedimientos:

- autorización de las modificaciones de los elementos esenciales del folleto¹³¹.
- autorización de las transformaciones de IIC (por ejemplo, la transformación de una SICAV a una SIL¹³²).
- autorización de los proyectos de creación de SGIICIL y las modificaciones de programa¹³³.

En lo que hace a la supervisión continua de la actividad de estas entidades, se lleva a cabo desde la Dirección de Supervisión, dependiente de la Dirección General de Entidades de CNMV. Procede destacar de su actividad:

- el control sobre el cumplimiento de las normas de conducta aplicables en la comercialización, que se lleva a cabo fundamentalmente a través de la supervisión “*in situ*” de las diferentes entidades financieras que llevan a cabo esta actividad
- el control sobre la operativa de estas entidades, que se lleva a cabo mediante el análisis de los estados reservados que envían las entidades para su control:

128. Artículo 93 RIIC.

129. Artículo 29 Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.

130. Artículo 11 LIIC. Artículo 8 RIIC.

131. Artículo 14 RIIC.

132. Artículo 25 LIIC.

133. Título IV LIIC. Título IV RIIC. Normas 2ª a 8ª Circular 1/2006.

a.1) En relación de las IICIL la norma 18^a de la Circular 1/2006 establece la obligatoria remisión mensual a la CNMV por parte de las gestoras de inversión libre de:

- información estadística y operativa
- información sobre la cartera de inversiones.

Téngase en cuenta que, en las IICIL, apenas existen más limitaciones en cuanto a su actividad que la prohibición de endeudarse más allá de cinco veces el valor de su patrimonio¹³⁴, a diferencia de lo que ocurre con las IIC ordinarias, en las cuales la remisión de estados financieros reservados responde a las limitaciones impuestas por el ordenamiento en lo referente a activos en los que pueden invertir, concentración del riesgo y liquidez. De hecho, ni siquiera les son exigibles informaciones tan específicas como al resto de las IIC financieras sobre su operativa en derivados¹³⁵.

a.2) La información reservada de las IICIL se ajustará a lo dispuesto con carácter general para las IIC financieras¹³⁶.

b) en relación con las sociedades gestoras, que cuenten de forma permanente con la necesaria suficiencia de medios¹³⁷ y sistemas de control de riesgos adecuados¹³⁸.

c) la adecuada valoración de los activos de las IICIL y de las IICIL. Éste es uno de los puntos clave de la gestión de los *hedge funds* y de los fondos de fondos “hedge”. Tal y como se pone de manifiesto en el documento de consulta de IOSCO “*Principles for the valuation of hedge fund portfolios*”¹³⁹, su papel es crítico puesto que afecta, entre otras cosas, al valor neto de los activos del fondo, información periódica, información sobre los resultados, comisiones pagadas a los proveedores de servicios al fondo, garantías y perfil de riesgo. A la dificultad inherente a valorar activos ilíquidos complejos como aquéllos en los que pueden invertir estas IIC, se une la posibilidad de conflictos de interés para el gestor que desempeña un papel activo en el proceso de evaluación. Las normas 21^a y 22^a de la Circular 1/2006 someten la valoración de los activos de IICIL e IICIL a los principios y criterios generales de valoración establecidos para las IIC de carácter financiero¹⁴⁰, de acuerdo con los criterios de valoración establecidos en el folleto. Dichos criterios tendrán por objetivo reflejar el valor al que podrían razonablemente liquidarse los activos a un tercero que no tuviera una relación especial con la IIC y que estuviera adecuadamente informado en el momento de la valoración.

134. Norma 19^a Circular 1/2006.

135. Modelo de información reservada IL2 del Anexo de la Circular 1/2006.

136. Norma 18^a.3. “in fine” Circular 1/2006. Circular 7/1990, de 27 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables y estados financieros reservados de IIC.

137. Norma 4^a.4 Circular 1/2006. Circular 5/1992, de 28 de octubre, de la CNMV, sobre normas contables y estados financieros reservados de las sociedades gestoras de IIC y sociedades gestoras de carteras.

138. Norma 6^a Circular 1/2006.

139. Disponible en <http://www.iosco.org/library/index.cfm?section=pubdocs>

140. Véanse Circular 7/1990, de 27 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables y estados financieros reservados de IIC; Circular 3/1998, de 22 de septiembre, de la CNMV, sobre operaciones en instrumentos derivados de las IIC y Circular 4/1997, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre criterios de valoración y condiciones de inversión colectiva en valores no cotizados.

El ámbito supervisor de la CNMV en esta materia es doble. Por un lado, comprobar que los criterios utilizados e incluidos en el folleto sean coherentes con los activos en los que la IIC va a invertir en el momento de la autorización y registro de la entidad¹⁴¹. Por otra parte, y como ya se ha indicado, la supervisión que ordinariamente se lleva a cabo mediante el control por los Servicios de la Comisión de la información remitida en los estados financieros reservados de la Circular 7/1990, ha sido modificada, exigiéndose un nivel de especificidad menor en la Circular 1/2006¹⁴². No obstante, este control es complementado con la labor de la entidad depositaria que, entre sus funciones de vigilancia y supervisión (artículo 93 RIIC), controla los criterios, fórmulas y procedimientos utilizados por la sociedad gestora para el cálculo del valor liquidativo de los fondos de inversión¹⁴³.

- d) los acuerdos de garantía financiera celebrados con un tercero, en cuya virtud se le transmita la propiedad del bien entregado en garantía o dicho bien quede pignorado con derecho de disposición a favor del acreedor pignoraticio deberán ser comunicados al depositario¹⁴⁴. En consecuencia, aquí también resulta decisiva su intervención en la actividad supervisora, que está obligado, en virtud del artículo 93 RIIC, a proceder a la remisión periódica de información a la CNMV sobre el ejercicio de su función supervisora y de vigilancia, salvo que detecte anomalías de especial relevancia, en cuyo caso deberá informar inmediatamente.

Por último, hay que hacer referencia de la labor informativa y orientadora que se lleva a cabo desde la CNMV no sólo hacia los inversores, desde la Dirección de Inversores, mediante la elaboración de guías de fácil comprensión sobre las características de los distintos productos financieros disponibles¹⁴⁵, sino también hacia la industria, mediante la elaboración de “preguntas y respuestas” de forma que se transmiten de forma rápida y generalizada criterios e interpretaciones de la norma no vinculantes¹⁴⁶.

141. Las IICIL registradas hasta la fecha se someten expresamente a los criterios de valoración establecidos con carácter general en la normativa sobre IIC. Por su especificidad, véanse los criterios de valoración establecidos para BBVA CODESPA MICROFINANZAS, FIL (registrado el 08/11/2006) que también se ciñe al sistema general. Téngase en cuenta que los cambios relevantes en los criterios de valoración de los activos que tengan en cartera, que no se deriven de cambios normativos son considerados modificaciones de un elemento esencial por las normas 4^a.1.v) y 4^a.3.m) de la Circular 3/2006, de 26 de octubre.

142. Modelos IL1 e IL2 de la Circular 1/2006.

143. Norma Primera. 1.c) de la Orden de 30 de julio de 1992, sobre precisión de las funciones y obligaciones de los depositarios, estados de posición y participaciones significativas en IIC.

144. Artículo 10 Orden EHA/1199/2006.

145. Véase la Guía sobre instituciones de inversión colectiva disponible en:
http://www.cnmv.es/inversores/esp/index.htm?html/con_or_home.html - orientacion3

146. Disponible en el apartado “CNMV al día”, la sección “Comunicaciones” de 2006. Véase el documento “Segunda Ronda de Consultas sobre la Normativa Aplicable a las IICIL”, disponible en:
[www.cnmv.es/CNMV al día/Comunicaciones de la CNMV](http://www.cnmv.es/CNMV_al_dia/Comunicaciones_de_la_CNMV).

7. Temas pendientes de resolución en la normativa sobre la materia

7.1. Aspectos tributarios

Respecto de los problemas tributarios de estas instituciones, Mateu de Ros, R. y Guerra, I.¹⁴⁷ destacan, aunque esto es aplicable a todas las IIC, la falta de concordancia entre la normativa tributaria y la de inversión colectiva que perjudica a la posible existencia de los compartimentos en IICIL: "El sujeto pasivo del impuesto sigue siendo el fondo o la SICAV madre. La LIIC modificó en su Disposición Adicional 2ª el artículo 26.5º de la Ley 43/1995¹⁴⁸, del Impuesto sobre Sociedades, pero manteniendo exclusivamente la referencia a los fondos y sociedades de inversión sin incorporar a los compartimentos. A esto añadimos lo recogido en el artículo 2.2º del RIIC parece confirmarse plenamente que la situación tributaria no ha cambiado. Pero, por si había alguna duda, la propia CNMV dirigió una consulta de fecha 4 de abril de 2006 a la Dirección General Tributos solicitando confirmación de estas conclusiones. Pues bien, mediante contestación de 4 de mayo de 2006, Tributos respalda con contundencia la tesis anterior. (...) Desde un punto de vista fiscal, al no abordarse la necesaria modificación de la legislación del Impuesto de Sociedades, el sujeto pasivo del impuesto sigue siendo el fondo o la sociedad de inversión como además parece querer decir el artículo 2. Es decir, se presentará una sola declaración por fondo o sociedad y en caso de iniciarse procedimientos de investigación y comprobación, levantarse actas, cargarse recargos o imponerse sanciones, la responsabilidad es de toda la sociedad o fondo y Hacienda, si tuviera que iniciar procedimientos de apremio teóricamente no tendría que circunscribir su acción contra el patrimonio del compartimento a que sea imputable el hecho determinante de la responsabilidad tributaria sino que podría dirigirse contra todo el patrimonio de la IIC como único sujeto pasivo del impuesto"¹⁴⁹.

147. MATEU DE ROS, R. y GUERRA, I. "Las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre", páginas 1318 a 1328, en URÍA, F. (coordinador), "Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva", Ed. LA LEY, Madrid, 2007, página 1320.

148. La referencia debe entenderse hecha al Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto de Sociedades.

149. Para una perspectiva general desde el ámbito europeo véase en "Report of the Alternative Investment Expert Group: Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe" página 15: "The tax environment for European hedge funds", disponible en: www.ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ucits/reports/hedgefunds_en.pdf

7.2. Aspectos concursales

En relación con la vertiente concursal de las IICIL e IICIICIL, hay que distinguir dos aspectos. En primer lugar, la posibilidad de concurso de un fondo de este tipo, especialmente en lo referente a las IICIL. Y en segundo lugar, la posibilidad de concurso de un compartimento de inversión libre de forma separada del resto del fondo.

En primer lugar, en relación con la posibilidad de concurso de una institución de este tipo, es necesario señalar que la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, exige tener personalidad como requisito previo a la declaración de concurso.

Efectivamente, la Ley Concursal sólo contiene dos referencias a entidades sin personalidad jurídica: el artículo 1.2¹⁵⁰, que reconoce expresamente, y como excepción, la posibilidad de concurso de una herencia yacente, y en el artículo 25.2¹⁵¹. Frente a ello, la falta de personalidad jurídica no ha sido un obstáculo para reconocer capacidad y responsabilidad en otras normas. Así, el artículo 6.1.5^o de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, reconoce capacidad para ser parte a “las entidades sin personalidad jurídica a las que la ley reconozca capacidad para ser parte” y el artículo 35.4 de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria (que se inspira en el artículo 33 de la Ley General Tributaria de 1963) establece que “tendrán la consideración de obligados tributarios, en las leyes que así se establezca, las herencias yacentes, comunidades de bienes y demás entidades que, carentes de personalidad jurídica, constituyan una unidad económica o un patrimonio separado susceptible de imposición”¹⁵².

La consideración generalizada por la doctrina de que, al tratarse de entes que carecen de personalidad jurídica, los fondos no pueden ser declarados en concurso¹⁵³, no deja de estar apoyada en un hecho fáctico, que es que de acuerdo con la regulación existente hasta la introducción de los *hedge funds* en nuestro Derecho, era prácticamente imposible que las IIC ordinarias incurriesen en situación concursal. Pero en las IICIL esta posibilidad ya no es tan remota.

Frente a la opinión general, existen autores que discrepan. Así, Morillas Jarillo¹⁵⁴, critica esta postura señalando que, “pese a la unánime opinión acerca de la instrumentalidad de personalidad jurídica (...), el argumento básico para negar la posibilidad de declaración en situación concursal a los entes sin personalidad sea precisamente

150. Reconociendo que puede ser objeto de concurso la herencia yacente, sobre la ejecución de los instrumentos financieros pignorados.

151. “También podrá acumularse, a solicitud de la administración concursal de cualquiera de ellos (de los concursos acumulados), los concursos de quienes sean miembros o integrantes de una entidad sin personalidad jurídica y respondan personalmente de las deudas contraídas en el tráfico en nombre de ésta”.

152. Artículo 7.b) del Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto de Sociedades.

153. Véase, por tratar de forma específica el caso de los fondos de inversión, de titulización, de pensiones y de regulación del mercado hipotecario, MORILLAS JARILLO, M.J., “El concurso de las sociedades”, Ed. IUSTEL, Madrid, 2004, p. 174 a 186; SANCHEZ-CALERO, J. “El presupuesto subjetivo en la Ley Concursal” en ESTUDIOS SOBRE LA LEY CONCURSAL. Libro Homenaje a Manuel Olivencia, Ed. Marcial Pons, tomo I, Madrid, 2004, p. 1198 y 1211 y VICENT CHULIÁ, “El concurso de la persona jurídica”, en el tomo II de la misma obra.

154. MORILLAS JARILLO, M.J. “El concurso...”, p. 186.

la falta de personalidad jurídica. Como bien dice Valpuesta (...), “el error está en atribuir a ese concepto puramente instrumental y explicativo un alcance sustantivo. En pensar que la personalidad jurídica es un concepto que se justifica a sí mismo, una realidad y que sólo los entes a los que se reconoce tal personalidad jurídica pueden actuar en el tráfico”.

Gallego¹⁵⁵ señala, refiriéndose a las fundaciones, pero empleando argumentos que bien podrían aplicarse a los fondos de inversión que “(respecto de) las organizaciones de sustrato patrimonial, la sujeción al concurso de aquéllas cuya esencia no puede ser otra cosa que una mera forma de subjetivación jurídica de un patrimonio, no presenta problemas. Pese a la apariencia externa, la dogmática jurídica sigue sosteniendo la alteridad titular-patrimonio, también en estos patrimonios cuya titularidad viene referida a estas particulares personas jurídicas (...) Unas y otras son, en todo caso, unidades de acción colectiva y, en cuanto tales, son tratadas por el Derecho como sujetos colectivos a los que anuda la titularidad jurídica de la actividad que desarrollan y del patrimonio que está al servicio de esa actividad”. Sin embargo, hay que constatar que la autora concluye que el reconocimiento explícito de la posibilidad de concurso de la herencia yacente abona la opinión contraria a interpretación extensiva o analógica.

En segundo lugar, en relación con el eventual concurso de un compartimento “hedge”, y a pesar del dictado del artículo 2.2 RIIC¹⁵⁶, Mateu de Ros, R. y Guerra, I. señalan que “...tomando la Ley Concursal 22/2003, de 9 de julio, el único caso de patrimonio separado sin personalidad jurídica sobre el que expresamente se prevé la posibilidad de ser concursado es el de la herencia mientras no haya sido aceptada pura y simplemente¹⁵⁷. Al margen de este caso sólo cabe declarar en concurso a personas físicas o jurídicas. Por tanto, no parece que pueda llevarse ante un Juez a concurso a un compartimento ya sea *hedge* o conceptualmente de cualquier tipo. Lo que ocurre es que hasta la llegada de los “hedge” una IIC no podía quebrar o estar en situación concursal ya que no podía endeudarse por encima de su patrimonio. Sin embargo, los hedge (...) pueden endeudarse hasta cinco veces su patrimonio. Por ello, si las inversiones fueran mal podría llegar a la situación de no tener liquidez para afrontar sus compromisos crediticios con sus acreedores y entrar en situación de concurso necesario o voluntario”.

Ante esta problemática, se ha llevado a cabo la modificación de los artículos 2 y 6 RIIC, que prohíben taxativamente que puedan coexistir en IIC por *compartimentos*,

155. GALLEGO SÁNCHEZ, E. (coordinadora), “Ley Concursal: comentarios, jurisprudencia y formularios”, Ed. LA LEY, Madrid, 2005.

156. “la parte del patrimonio del fondo que le sea atribuido a cada compartimento responderá exclusivamente de los costes, gastos y demás obligaciones expresamente atribuidas a ese compartimento (...) En cualquier caso, cada compartimento responderá exclusivamente de los compromisos contraídos en el ejercicio de su actividad y de los riesgos derivados de los activos que integran sus inversiones. Los acreedores de un compartimento de un fondo de inversión únicamente podrán hacer efectivos sus créditos frente al patrimonio de dicho compartimento, sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial que corresponda al fondo de inversión derivada de sus obligaciones tributarias”

157. Artículo 1 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. Presupuesto subjetivo”1. La declaración de concurso procederá respecto de cualquier deudor, sea persona natural o jurídica.
2. El concurso de la herencia podrá declararse en tanto no haya sido aceptada pura y simplemente”.

unos que sigan esta estrategia (bien porque sigan esta estrategia directamente o porque su subyacente sean IICIL) con otros de distinta naturaleza¹⁵⁸.

No obstante, parece que subyace el problema. De *lege ferenda*, parece que sería conveniente llevar a cabo una modificación de la normativa concursal y fiscal que reconociera explícitamente la existencia de estas entidades y sus compartimentos y la posibilidad de que tanto unas como otros incurriesen en insolvencia sin que se “contaminen” unos a otros.

Por tanto y hasta que dicha modificación legal se lleve a cabo, parece que en la eventual insolvencia de un fondo la normativa de aplicación será el sistema de ejecuciones singulares del Libro III del Título IV de la Ley de Enjuiciamiento Civil y el Capítulo II del Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública, sobre acuerdos de compensación contractual y garantías financieras (“netting”).

7.3. Interrelación de la normativa de inversión libre con la directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID)

Con fecha 6 de marzo de 2007 se hizo público por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera del Ministerio de Economía y Hacienda el Anteproyecto de Ley de modificación de la LMV cuyo principal fin (aunque no el único) es trasponer al ordenamiento español esta Directiva.

MiFID introduce la categorización de clientes a fin de aplicar determinados estándares de información y de mejor ejecución de las órdenes de éstos. Para ello se distinguen tres tipos de clientes:

- a) Profesional: aquellos a quienes se presuman la experiencia y conocimientos necesarios para tomar decisiones de inversión valorando correctamente sus riesgos¹⁵⁹, previa comprobación por la ESI o entidad de crédito de su capacidad a estos efectos¹⁶⁰.
- b) Minorista¹⁶¹: aquél que goza del mayor grado de protección. Se define por exclusión.
- c) Clientes sujetos a un estatuto particular (contrapartes elegibles en MiFID¹⁶²): aquellos de entre los clientes profesionales que cumplen determinados requisitos cua-

158. MATEU DE ROS, R. y GUERRA, I. “Las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre”, , páginas 1318 a 1328, en URÍA, F. (coordinador), “Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva”, Ed. LA LEY, Madrid, 2007.

159. Artículo 4.1.11 y Anexo II MiFID; Considerando (31) MiFID. Artículo único. Cuarenta y Seis del Anteproyecto (por el que se adiciona un Capítulo I al título VII. Véase los apartados 2 y 3 del artículo 78). Compárese esta categoría con la de “inversor cualificado” del artículo 39.1 del Real Decreto 1310/2005.

160. Artículo único. Cuarenta y ocho del Anteproyecto (se adiciona el artículo 78.bis. Véase el apartado 3).

161. Artículo 4.1.12) MiFID.

162. Artículo 24 y Considerandos (40) y (41) MiFID. Artículo único. Cuarenta y nueve del Anteproyecto (adición de artículo 78.ter).

litativos o cuantitativos y aceptan que no se les apliquen determinadas obligaciones de información, registro de contratos y mejor ejecución¹⁶³.

Los conceptos de “inversor cualificado” y de “inversor profesional” son, en principio, asimilables¹⁶⁴, aunque parece que será necesario estar al caso concreto para determinar cómo se traduce la previsión del apartado II del Anexo II de MiFID en virtud de la cual “no debe considerarse que estos clientes [minoristas que, cumpliendo los requisitos establecidos, renuncian a la protección como minoristas] poseen unos conocimientos y una experiencia del mercado comparables a los de las categorías enumeradas en la Sección I”.

El artículo Único. Cincuenta y uno del Anteproyecto, dentro del Capítulo I del Título VII, sobre “Normas de Conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión”, en caso de ser aprobado de acuerdo con la redacción presentada, introduce en el ordenamiento español las figuras del test de idoneidad y del test de conveniencia.

El test de idoneidad¹⁶⁵ es el que la ESI ha de llevar a cabo al cliente o potencial cliente previamente a la prestación de los servicios de asesoramiento en inversiones y gestión de carteras. Ha de permitirle determinar los conocimientos y experiencia de aquél en el tipo de producto que se le ofrece, su situación financiera y sus objetivos¹⁶⁶. Aunque en el Anteproyecto no se indica nada al respecto, el artículo 35.5 de la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, por la que se aplica la MiFID determina que cuando la empresa no obtenga la información necesaria para determinar la idoneidad, no podrá recomendar servicios o instrumentos financieros al cliente o posible cliente.

El test de conveniencia¹⁶⁷ es requerido para que la ESI pueda prestar cualesquiera otros servicios distintos de los anteriores, debiendo ser informada por el cliente de sus conocimientos y experiencia en el tipo de producto o servicio solicitado. Si la entidad cree que no es adecuado lo advertirá y si el cliente no proporciona la información necesaria le hará notar que no puede evaluar la conveniencia. En base a lo estudiado hasta el momento, parece que los comercializadores deberían aplicar este test a los correspondientes clientes cualificados no clasificados previamente como contrapartes elegibles¹⁶⁸.

Por otra parte, no se exige ninguno de los dos cuando, entre otros requisitos, se pres-

163. Es importante destacar el carácter voluntario de esta categorización. Así, el artículo 28 Directiva 2006/73 establece que los Estados permitirán a las ESIS, por propia iniciativa o a petición del cliente tratar como cliente profesional o minorista a un cliente que podría en su defecto clasificarse como contraparte elegible y tratar como cliente minorista a un cliente que se considere como cliente profesional de acuerdo con lo dispuesto en el Anexo II MiFID.

164. Compárese el artículo 39 del RD 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la LMV en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos y el Anexo II de la MiFID.

165. Artículo 79.bis.6 Anteproyecto; Considerando (31) y artículo 19.4 MiFID; artículo 35 Directiva 2006/73.

166. Véase también artículo 19.5 MiFID. Sobre la existencia de esta obligación en España antes de MiFID, v. artículo 79.e) LMV vigente, artículo 4 CGCMV y norma 2^a.2.a) de la Orden Ministerial de 7 de octubre de 1999 de Desarrollo del Código General de Conducta y normas de actuación en la gestión de carteras.

167. Artículo Único. Cincuenta y uno Anteproyecto; artículo 19.5 MiFID; artículo 36 Directiva 2006/73.

168. Artículo 24 MiFID.

ten servicios de ejecución o de recepción y transmisión de órdenes de clientes que se refieran a “OICVM y otros instrumentos financieros no complejos”.

Cabe plantearse, en primer lugar, sobre el eventual choque entre MiFID y la normativa de inversión libre a cuenta de la prohibición de comercialización de IICIL a inversores no cualificados. En segundo lugar, estudiaremos la eventual inclusión de los *hedge funds* como instrumentos complejos o no, de cara al servicio de recepción y transmisión de órdenes.

Primero, MiFID parte del reforzamiento de las obligaciones fiduciarias de los prestadores de servicios financieros, que han de determinar en cada caso si un determinado producto o servicio es adecuado o idóneo para el cliente¹⁶⁹. Además, prohíbe a los Estados miembros la imposición de requisitos adicionales a las ESIS o entidades de crédito en las materias propias de la Directiva¹⁷⁰. De ahí se deriva la cuestión sobre si la prohibición introducida en la normativa española (y en los países de nuestro entorno) a la comercialización de las IICIL a inversores no cualificados incurre en una eventual contradicción con la Directiva.

Esta duda no es exclusiva de España, sino que se ha planteado en otros Estados miembros. Así, en el documento de Consulta del Tesoro británico sobre la transposición de MiFID ya se hace referencia expresa a este problema en el apartado de comercialización de instituciones de inversión colectiva no regulados¹⁷¹, puesto que las secciones 21, 238 y 240 de la *Financial Services Market Act* (FSMA) prohíben la promoción de instituciones de inversión colectiva no reguladas por el Derecho británico a menos que dicha promoción caiga bajo ciertas excepciones: que esta comercialización se realizara tras un proceso de análisis del potencial adquirente que garantizase que éste era idóneo para recibir la información que se le iba a proporcionar o que se llevara a cabo a clientes que contaran con determinada cualificación: *intermediate customers* o contrapartes de mercado. En opinión del Tesoro británico, dichas restricciones a la comercialización eran coherentes con MiFID,

El principal argumento a favor de dicha interpretación es el distinto ámbito de aplicación de MiFID y de la Directiva UCITS: mientras la primera regula la prestación de servicios de inversión por parte de las correspondientes entidades, la Directiva UCITS se centra en el producto. Por tanto, el mismo razonamiento es aplicable a la normativa de los distintos países miembros que regulan los productos excluidos del ámbito de aplicación de la Directiva.

En primer lugar, no parece que MiFID haya pretendido inmiscuirse en un ámbito distinto de aquel, como se demuestra por la encomienda a la Comisión Europea que lleva a cabo el artículo 2 de la Directiva 2001/108/CE, (...) de revisar el ámbito de aplicación de la Directiva UCITS en lo referente a cómo se aplica a los diferentes tipos de productos (entre los que se cita expresamente a los “fondos de cobertura” o *hedge funds*). Este análisis se terminó en Julio del 2005, después de la aprobación

169. artículos 19.4 a 19.6 de MiFID.

170. Artículo 31.1. segundo párrafo MiFID.

171. Treasury Consultation Document on MiFID implementation, disponible en www.hm-treasury.gov.uk/media/2E0/CA/ukimplementationmarkets151205.pdf

de MiFID¹⁷²: el Libro Verde sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión, y en él no aparece referencia alguna al marco normativo establecido por MiFID. Más aún, en el documento de trabajo de la Comisión anexo al mismo se dice expresamente que la legislación de UCITS no proporciona soluciones ni en lo relativo al acceso al mercado ni en el resto de los problemas regulatorios derivados de los productos de inversión colectiva no armonizados, correspondiendo la protección de los inversores con carácter prioritario a los Estados miembros, más conscientes de las costumbres, preferencias y otros aspectos culturales que influyen en las decisiones del inversor¹⁷³.

En segundo lugar, refuerzan el argumento de que la inversión alternativa no ha sido afectada en modo alguno por la legislación comunitaria (entre la que se encuentra MiFID) las manifestaciones incluidas tanto en el seno del Grupo de Expertos en Fondos de Inversión Alternativa¹⁷⁴ como en la resolución 2003/2083 INI¹⁷⁵ del Parlamento Europeo.

Por último, el Libro Blanco sobre esta materia¹⁷⁶ ha distingue dos ámbitos diferenciados: el producto (cuya regulación en materia de IIC no armonizadas corresponde a los Estados miembros) y la prestación de los correspondientes servicios de inversión, entre los que se encuentra la comercialización de todo tipo de IIC¹⁷⁷.

No obstante, sí se reconoce una cierta *vis atractiva* por parte de MiFID que, en un futuro, puede llevar a homogeneizar las normativas de los distintos estados europeos en la materia. Así, se dice expresamente que “los servicios de la Comisión, en estrecha colaboración con las autoridades nacionales, examinarán los tipos de restricciones en materia de comercialización y venta que deben suprimirse a medida que el énfasis se desplaza hacia la adopción de unas normas deontológicas por parte

172. 21 de abril de 2004.

173. Commission Working Document anexo al Libro Verde sobre la Mejora del Marco de la UE para los fondos de inversión: “UCITS legislation does not provide any solutions to the market access and regulatory issues presented by non-harmonised fund products. They have been omitted from the scope of the UCITS Directive because of (perceived) complexity or greater potential risk for investors [p. 45]...

“If HFs are being made available to reetail investors, there may be a need to consider specific forms of protection for these less sophisticated investors. This protection should be assured, first, by the Member States supervisors/authorities which are better positioned to understand and to take into account customs, preferences and other cultural aspects which influence investor’s decisions. Nevertheless, Member States protection may not be sufficient. Investors can have access nowadays to HFs and funds of HFs even if they are (NOT ??) authorised to be distributed in their country of origin. In some jurisdictions, authorities consider that making investors responsible for their decisions is a medium-term strategy to protect them. However, investors are not always aware of what is in their portfolio (...) Additionally, financial literacy levels among UE investors are quite diverse and rather low [p. 47].

174. Enero 2006: “HF and private equity funds were excluded from the scope of the 1985 UCITS directive...while not subject to EU legislation, Private Equity & HF are often subject to nacional regulatory regimes or divergent national rules on their offer/placement (...) Existing national regimes may offer the necessary protections for concerns that arise at local level”.

175. Véanse Considerando Q y puntos 3, 17 y 18 de la resolución.

176. Libro Blanco sobre la mejora del marco del Mercado Único de los Fondos de Inversión. Comisión Europea, de 15 de noviembre de 2006.

177. Así, véase página 13 sobre la aplicación de las normas de conducta establecidas en MiFID a las entidades comercializadoras y en particular, la necesaria revisión del sistema de incentivos en la comercialización de fondos.

de las empresas de inversión. En ese proceso, se prestará particular atención a la comercialización y venta de fondos no armonizados, que comportan una probabilidad relativamente elevada de que la inversión se salde con un resultado desfavorable”.

Segundo, el artículo 19.6 MiFID permite la prestación de los servicios de ejecución o recepción y transmisión de órdenes sin necesidad de realizar previamente el test de conveniencia cuando, entre otros requisitos, dichos servicios se refieran a acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país, a instrumentos del mercado monetario, obligaciones u otras formas de deuda titulizada (excluyendo aquéllas que introduzcan derivados), organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y otros instrumentos financieros no complejos. Se plantea, pues, si habrá que considerar en dicha transposición los *hedge funds* como productos complejos, habida cuenta de que el RIIC permite su suscripción o adquisición directa cuando el desembolso mínimo sea de 50.000 euros.

La expresión “*otros instrumentos financieros no complejos*” ha sido desarrollada por el artículo 38 de la Directiva 2006/73, según el cual, se consideran también instrumentos no complejos aquellos que cumplan los siguientes criterios:

- a) No incluidos en el artículo 4, apartado 1, punto 18, letra c)¹⁷⁸, o en los puntos 4 a 10 del anexo I, sección C, de la Directiva 2004/39/CE¹⁷⁹, en la cual se incluyen

178. los demás valores que dan derecho a adquirir o a vender tales valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas.

179. (4) Contratos de opciones, futuros, permutas (“swaps”), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo;

(5) Contratos de opciones, futuros, permutas (“swaps”), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato);

(6) Contratos de opciones, futuros, permutas (“swaps”) y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan liquidarse en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o SMN;

(7) Contratos de opciones, futuros, permutas (“swaps”), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el punto 6 de la Sección C y no destinados a fines comerciales, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía;

(8) Instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito;

(9) Contratos financieros por diferencias.

(10) Contratos de opciones, futuros, permutas (“swaps”), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato), así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en la presente sección C, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocien en un mercado regulado o SMN, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.

derivados, derechos de compra y venta sobre valores negociables o que se liquiden por diferencias en base a la evolución de otros valores negociables, tipos de interés o de cambio, índices, etc. Aunque las IICIL o las IICIICIL no entran dentro de esta categoría, no podemos olvidar la importancia que los instrumentos financieros derivados tienen en su operativa ¹⁸⁰.

- b) Existencia de posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación de dicho instrumento a precios públicamente disponibles para los participantes en el mercado y que son precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor¹⁸¹. Como hemos visto, tanto para las IICIL como para las IICIICIL estas limitaciones a la liquidez están permitidas y son frecuentes. Por otra parte, aunque no aparece definido en modo alguno el término “frecuencia”, como hemos visto, puede llegar a postergarse la liquidación efectiva del reembolso hasta nueve meses en el caso de las IICIL y seis en las IICIICIL. Éste parece el mayor escollo para considerar estos instrumentos como “no complejos”.
- c) Ausencia de responsabilidad real o potencial alguna para el cliente que exceda del coste de adquisición del instrumento. Así es, puesto que a las IICIL y a las IICIICIL, como IIC financieras que son, se les aplica el artículo 6 LIIC, que establece que “los partícipes no responderán por las deudas del fondo sino hasta el límite de lo aportado”.
- d) Disponibilidad al público de información adecuadamente completa sobre sus características que normalmente será bien comprendida de modo que permita a un cliente minorista medio¹⁸² emitir un juicio fundamentado para decidir si realizar una operación en ese instrumento. La “complejidad” de un instrumento financiero no parece que deba basarse en la complejidad de las operaciones subyacentes, sólo accesible en la mayoría de los casos a inversores con una educación financiera altísima, sino, como señala el Considerando (45) de la Directiva 2006/73/CE, de desarrollo de MiFID, en la posibilidad del inversor de comprender “la naturaleza de los instrumentos financieros y de los riesgos asociados con la inversión en los mismos, de modo que los clientes puedan adoptar cada decisión de inversión sobre la base de una información adecuada”. Como hemos visto, para las IICIL y las

180. Así, por ejemplo, véase LHABITANT “Hedge funds...”, p. 121 a 125. Sobre la relación entre los rendimientos obtenidos en relación con la utilización de derivados, MAILLOC e ILLERA, p. 238 a 245.

181. Considerando (61) de la Directiva 2006/73, de la Comisión, de 10 de agosto, por la que se aplica MiFID en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha directiva: “Para determinar si una participación en un organismo de inversión colectiva que no cumpla con lo dispuesto en la Directiva 85/611/CEE, cuya comercialización al público haya sido autorizada, debe considerarse no compleja, entre las circunstancias en que los sistemas de evaluación han de considerarse independientes del emisor deben figurar aquellas en que sean supervisados por un depositario previsto como prestador de servicios de depositario en la legislación de un Estado miembro”.

182. No está definido este concepto de “cliente minorista medio” ni en MiFID (ver artículo 4.1.12)) ni en la Directiva de desarrollo. Sin embargo sí que podemos entender que se define al cliente minorista de perfil alto, puesto que es aquél que puede acceder al status de cliente profesional, de acuerdo con el Anexo II.II.1 MiFID: cartera superior a 50.000 euros, una media de 10 operaciones por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores y que ocupe o haya ocupado durante un año, al menos, un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos.

IICICIL se han establecido requisitos de información reforzados, advertencias y se exige un documento de consentimiento centrado en los riesgos que se corren al invertir en un instrumento de este tipo.

El Anteproyecto de Ley de Modificación de la LMV, en su artículo Único. Cincuenta y uno, por el que se adiciona un artículo 79.bis.8 excluye de las obligaciones de información mencionadas más arriba a la ESI o entidad de crédito cuando preste exclusivamente el servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes respecto de “IIC armonizadas a nivel europeo y a otros instrumentos financieros no complejos”. Aunque no existe una posición unánime sobre esta materia, las particulares circunstancias de los hedge funds parecen favorecer una consideración de este producto como complejo.

8. Conclusión. Desarrollos normativos pendientes

Es necesario señalar que en España la aprobación del Real Decreto 362/2007 no ha cerrado completamente el marco normativo en materia de *hedge funds*. Todavía existen aspectos pendientes de desarrollo, como determinar el grado de detalle con el que las IICIL e IICIICIL harán pública la composición de su cartera¹⁸³ en sus informes periódicos.

A nivel europeo hay que destacar tanto la reunión 2798 del Consejo de la Unión Europea sobre asuntos económicos y financieros (ECOFIN), de 8 de mayo de 2007¹⁸⁴, como la resolución del Parlamento Europeo sobre política en materia de servicios financieros de 11 de julio¹⁸⁵. Como nota común en ambas, junto con el reconocimiento de la contribución de los *hedge funds* a la eficiencia, liquidez y diversificación de los mercados financieros, se destacan los potenciales riesgos sistémicos y operativos asociados con su actividad.

Mientras el ECOFIN recuerda el importante papel que ha jugado la “supervisión indirecta”¹⁸⁶ y las mejoras en los sistemas internos de gestión del riesgo, incita a entidades de crédito e inversores a considerar si el actual nivel de transparencia sobre las actividades de los *hedge funds* es la apropiada. Asimismo, invita a la Comisión Europea a considerar la oportunidad de promover un marco regulatorio único europeo para los industria de inversión colectiva no armonizada y orientada al inversor minorista, que podría incluir fondos de *hedge funds*.

Por su parte, en la resolución del Parlamento Europeo, aunque se reconocen los esfuerzos llevados a cabo desde la Comisión Europea en el estudio de la industria de los *hedge funds* y el capital riesgo, se propone un enfoque que vaya más allá de las barreras a su crecimiento, más centrado en aspectos como el potencial riesgo sistémico, los eventuales riesgos de abuso de mercado y el acceso del inversor minorista a inversiones de tipo alternativo.

En conclusión, esta materia va a estar sometida a un intenso análisis por parte de las instituciones europeas en los próximos meses en lo que parece augurar a medio plazo un nuevo marco comunitario de la gestión alternativa.

183. Artículos 43.o) y 44.1.1) RIIC. Indicar que la elaboración de la correspondiente Circular de la CNMV es obligatoria en el caso de las IICIL mientras que en el caso de las IICIICIL es potestativo.

184. Disponible en www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/94033.pdf

185. Disponible en www.europarl.europa.eu/oeil/FindByProcnum.do?lang=2&procnum=INI/2006/2270

186. La supervisión de la exposición de las instituciones de crédito a los *hedge funds*.