

**COMUNICACIÓN DE LA CNMV SOBRE LAS PAUTAS DE ACTUACIÓN A  
SEGUIR POR LAS SOCIEDADES GESTORAS DE INSTITUCIONES DE  
INVERSIÓN COLECTIVA EN LA INVERSIÓN DE LAS IIC GESTIONADAS  
EN OTRAS IIC Y EN LAS DELEGACIONES DE FUNCIONES**

18 de Marzo de 2010

Dada la importancia que la inversión de las IIC en otras IIC ha adquirido en el ámbito de la gestión colectiva y como resultado de la experiencia adquirida en la labor supervisora realizada por la CNMV, se considera necesario transmitir al sector determinadas pautas de actuación en relación a estas inversiones, derivadas de la normativa existente sobre inversión colectiva. Estas pautas de actuación abarcarían los criterios de selección de las IIC en las que se invierte por cuenta de las IIC gestionadas (*“due diligence”*), así como la transparencia de dichas inversiones.

Adicionalmente, esta comunicación refleja las pautas de actuación para la adecuada aplicación de las normas que regulan la delegación de funciones por las gestoras, en concreto de la función de gestión y de la de *“due diligence”*.

## **A) INVERSIÓN DE LAS IIC EN OTRAS IIC**

### **A.1.) SELECCIÓN DE IIC (“DUE DILIGENCE”)**

La normativa española sobre IIC establece la obligación general de las gestoras de actuar en beneficio de los partícipes y accionistas de las IIC cuyos activos administren. Esta obligación, en el marco de la selección de inversiones, se concreta en la necesidad de realizar un proceso de *“due diligence”* sobre éstas, con carácter previo y de manera continuada mientras las inversiones permanezcan en cartera.

A este respecto, y en relación a las IICIL e IICIICIL, los artículos 43 y 44 del Reglamento de IIC (en adelante, RIIC) establecen el precepto genérico de que las gestoras deberán contar con procedimientos adecuados de selección de inversiones. Este precepto fue concretado por la Norma 10ª de la Circular 1/2006, que desarrolló el procedimiento de análisis y evaluación que deben llevar a cabo las gestoras de IICIICIL sobre los *“hedge funds”* subyacentes.

Adicionalmente, la Norma 4ª.1.b) (ii) de la Circular 6/2009 de Control Interno de SGIIC establece, para todas las IIC, la necesidad de realizar las comprobaciones oportunas sobre las inversiones, tanto con carácter previo como en tanto se mantengan en cartera, con el fin de evaluar su adecuación a la política de inversión de la IIC y la evaluación permanente de sus riesgos.

Por último, el asesoramiento de CESR sobre las normas de nivel II de la Directiva UCITS IV establece la necesidad de realizar un *“due diligence”* con carácter previo a la inversión proporcionado a la complejidad y riesgo de los instrumentos financieros. En concreto señala que, si se invierte en fondos, activos estructurados o complejos cuyas características puedan suscitar preocupaciones sobre riesgos operacionales, legales o de liquidez, se llevarán a cabo comprobaciones adicionales. En el caso de invertir en otras IIC, el asesoramiento señala que se verificará la documentación legal, los procedimientos de valoración, la difusión de la información, las condiciones de suscripción y reembolso, las comisiones y gastos, la calidad del gestor subyacente y de otros proveedores de servicios y contrapartidas. Además, la gestora

debe verificar que la custodia se realiza de manera independiente y que la IIC subyacente tiene robustos mecanismos de gobierno corporativo.

Del marco normativo señalado se desprenden las siguientes implicaciones:

### **1. “Due diligence” sobre el gobierno corporativo de las IIC subyacentes**

Las gestoras deben incluir en sus procedimientos de “*due diligence*” como criterios de aptitud de las IIC subyacentes en las que tengan previsto invertir, por una lado, que éstas IIC tengan robustos sistemas de gobierno corporativo, poniendo a priori en duda aquéllas que dependan en exclusividad de una persona específica (*keyman*) sobre la que no existan controles adicionales. Por otro lado, deben establecer como criterio de aptitud de las IIC subyacentes, la existencia de una adecuada segregación de sus activos, de modo que la custodia de los mismos se realice de manera independiente. La excesiva dependencia de una persona específica, unida a la ausencia de robustos sistema de gobierno corporativo que no garanticen la segregación de funciones y la independencia de la custodia, podría considerarse como una señal de alarma (*redflag*) que debería obligar a realizar un análisis más profundo de la inversión.

Adicionalmente, en los procedimientos de “*due diligence*” deberá contemplarse la selección de los intermediarios financieros a través de los que la gestora de la IIC subyacente ejecuta sus operaciones. En este sentido, se deberá verificar el cumplimiento del principio de “*best execution*”, la posición en términos de volumen que los intermediarios utilizados ostenten en los mercados en los que operen, así como las normas de transparencia y difusión de información de estos mercados.

Por último, y con el objeto de garantizar una adecuada selección de IIC subyacentes, las gestoras deben disponer de políticas y procedimientos de selección de inversiones que contemplen criterios apriorísticos y objetivos en base a los que determinar, dentro del universo de IIC susceptibles de inversión, aquéllas que serían aptas conforme a esos criterios establecidos. En definitiva, las gestoras deben definir un marco general de filosofía inversora que contenga dichos criterios, a los cuales deberán plegarse los procedimientos de “*due diligence*”.

### **2. Extensión del proceso de “due diligence” a los fondos principales o “master”, en el caso de invertir en estructuras principal-subordinado o “master-feeder”**

Es frecuente en el ámbito de los “*hedge funds*” invertir en éstos a través de fondos subordinados o “*feeder*”, que a su vez invierten todo o la mayor parte de su patrimonio en un fondo principal o “*master*”, cuya cartera recogerá los activos últimos en los que se quiere materializar la política de inversión.

La inversión en este tipo de estructuras conlleva complicaciones adicionales, derivadas principalmente de la dificultad de acceder al último eslabón de la cadena, esto es, el fondo principal. A este respecto, hay que tener en cuenta que, en última instancia, la IIC inversora quedará expuesta a los riesgos inherentes al fondo principal, y que la cartera de inversión está localizada en este fondo.

Por otra parte, la introducción de escalones puede dar lugar a una atenuación de los controles de los depositarios (tanto del depositario de la IIC inversora como el depositario del fondo subordinado), controles a los que éstos están obligados en cumplimiento de su función de supervisión y vigilancia, en relación a la cartera final de activos que detenta el fondo principal.

Por todo lo anterior, la inversión en fondos subordinados que realicen tanto las IICICIL, como las IIC ordinarias en virtud de lo establecido en el artículo 36.1.j) del RIIC, deberá realizarse teniendo en cuenta los siguientes aspectos:

- Que dicha estructura esté justificada por razones operativas, fiscales o de cualquier otra índole, presentando además un valor añadido respecto a la inversión directa en el fondo principal, caso de ser ésta posible.
- Que el fondo subordinado replique la rentabilidad del fondo principal, de forma que la rentabilidad del primero no difiera significativamente de la rentabilidad de éste último.
- El proceso de *“due diligence”* debe contemplar no sólo el análisis y evaluación del fondo subordinado, sino también el del fondo principal, debiendo tal análisis abarcar los mismos aspectos que serían tenidos en cuenta si la inversión se realizase de manera directa en el fondo *“master”*. Entre los aspectos merecedores de especial atención por la IIC inversora, figurarán el custodio, subcustodios y auditor del fondo principal, los intermediarios a través de los que su gestora opera, así como las entidades en las que ésta delega funciones. Asimismo, se deberán contemplar los aspectos señalados con anterioridad en relación al gobierno corporativo de las gestoras de las IIC subyacentes.
- A la hora de considerar los límites acumulados de comisiones, sean los establecidos en la normativa o los establecidos en el folleto informativo de la IIC inversora, se tendrán en cuenta las comisiones directas de la IIC inversora y las comisiones indirectas del fondo subordinado y del fondo principal.

### **3. Comprobaciones exigidas por la Circular 6/2009 en relación a las inversiones en productos estructurados, otras IIC y *“hedge funds”***

Como se ha mencionado anteriormente, la norma 4ª de la Circular 6/2009 exige realizar comprobaciones previas en relación a la inversión en instrumentos financieros, que se deberán mantener mientras dichos instrumentos permanezcan en cartera. A este respecto, la inversión en instrumentos financieros estructurados no puede dar lugar al incumplimiento de la normativa aplicable en relación a sus subyacentes. De este modo, cuando en el caso de invertir en instrumentos estructurados, la norma exija la obligación de realizar un análisis o *“look through”* sobre los activos subyacentes, y éstos sean fondos de inversión o *“hedge funds”*, en el análisis del subyacente que se debe realizar en el marco de las comprobaciones mencionadas, deben tenerse como referencia los aspectos señalados en la norma 10ª de la Circular 1/2006 sobre inversión libre, que regula el *“due diligence”* a realizar por las gestoras de IICICIL en relación a la inversión de éstas en *“hedge funds”*. Dichos aspectos deberán ser completados con las consideraciones realizadas con anterioridad sobre el gobierno corporativo de las gestoras de las IIC subyacentes.

Adicionalmente, en coherencia con lo anterior, la comprobación de los aspectos recogidos en la Circular 1/2006 debe hacerse extensiva también a la inversión directa de cualquier IIC en otras IIC de las contempladas en el artículo 36.1, letras c) y d) del RIIC, así como a la inversión de las IIC ordinarias en IIC distintas de éstas, *“hedge funds”* o fondos de *“hedge funds”* según lo permitido en el artículo 36.1.j).

## **A.2.) TRANSPARENCIA SOBRE INVERSIONES EN OTRAS IIC**

Actualmente, en los casos en los que una IIC invierte mayoritariamente en otras IIC gestionadas por un tercera gestora, por la propia gestora que realiza la inversión o por una gestora del grupo, se proporciona la apropiada transparencia y se advierte del riesgo de concentración que existe en este tipo de estructuras, tanto en el folleto de la institución como en la información pública periódica. La transparencia, en este sentido, está considerada como una herramienta que facilita la toma de decisiones por los inversores, basadas en información significativa y relevante.

Teniendo en cuenta lo anterior, se considera una situación asimilable a la descrita, aquélla que se da cuando, si bien se invierte en IIC subyacentes pertenecientes a distintas gestoras, por las cadenas de “*master feeder*” o delegación, las inversiones terminan concentradas en unas pocas o en una única entidad. Por consiguiente, en estos casos se debería informar adecuadamente del riesgo de concentración existente, tanto en el folleto como en la información pública periódica

Lo anterior también será aplicable en caso de concentraciones en la misma estrategia de inversión.

## **B) DELEGACIÓN DE FUNCIONES POR LAS SGIIC**

Según la normativa, tanto la gestión como el “*due diligence*” de las inversiones pueden ser objeto de delegación en terceras entidades, con sujeción a lo dispuesto en el artículo 68 del RIIC, lo que implica que la gestora deberá adoptar medidas de control de la entidad delegada, y realizar comprobaciones previas para asegurarse que la delegada puede realizar de manera fiable su cometido.

En este sentido, la existencia de cadenas de delegación (es decir, delegar en una tercera entidad que a su vez delega todo o parte del proceso), plantea dificultades a la hora de su control por la entidad delegante en primera instancia, que será la que retenga en cualquier caso la responsabilidad última por las funciones delegadas. Por tanto, a efectos de garantizar el control de la actividad delegada se debe procurar que ésta contenga únicamente un escalón, esto es, que la entidad en la que la gestora española delegue, bien el *due diligence*, bien la gestión, no delegue a su vez todas o parte de las funciones encomendadas en el contrato de delegación.

En este sentido, las cadenas de delegaciones sólo se considerarían aceptables si se encuentran justificadas por razones fundamentalmente operativas o de eficiencia (por ejemplo, que la entidad delegada delegue a su vez una tarea mecánica de tratamiento de datos). En estos casos, para garantizar la compatibilidad de estas cadenas de delegación con la norma, la entidad delegada en primera instancia deberá controlar y realizar las comprobaciones previas señaladas sobre la delegación posterior, verificando en todo momento que la entidad que en última instancia asuma las funciones delegadas cuente con políticas y procedimientos equivalentes a los exigidos a las gestoras españolas.

Adicionalmente, estos aspectos relativos a las cadenas de delegaciones deberán ser tenidos en cuenta por las gestoras cuando realicen el “*due diligence*” de las IIC subyacentes en las que pretenden invertir, respecto a las gestoras de estas IIC, según las consideraciones trasladadas con anterioridad.

\*\*\*\*\*

Estas pautas van encaminadas a asegurar un adecuado cumplimiento de lo previsto en la normativa de aplicación y reforzar los mecanismos de control interno como garantía de una mayor protección a los inversores en IIC. La CNMV incluye en sus actuaciones de supervisión la verificación de su adecuado cumplimiento.