

**PRINCIPALES ASPECTOS DE LA CIRCULAR 1/2006, DE 3 DE MAYO DE 2006, SOBRE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA DE INVERSIÓN LIBRE.**

Dentro del objetivo del nuevo Reglamento de IIC de flexibilizar la normativa de estas instituciones, una de las novedades más significativas es la introducción de dos nuevas subcategorías de IIC de carácter financiero, las IIC de Inversión Libre y las IIC de IIC de Inversión Libre. Con ello se incorpora al ordenamiento jurídico español la figura de los comúnmente conocidos como “*hedge funds*” o fondos de gestión alternativa. La Circular 1/2006 de la CNMV sobre IIC de Inversión Libre recoge las características principales de estas instituciones, así como los requisitos que las sociedades gestoras y depositarios de éstas deben tener para realizar esta actividad. Las citadas características y requisitos son los que siguen a continuación:

**Principales características de las IIC de Inversión Libre e IIC de IIC de Inversión Libre.**

Las IIC de Inversión Libre se diferencian del resto de IIC financieras por tener un régimen operativo muy flexible, caracterizado entre otros aspectos, por la ausencia de normas de diversificación, utilización de derivados sobre cualquier subyacente, posibilidades de endeudamiento, ausencia de comisiones máximas, frecuencia trimestral-semestral de las operaciones de suscripción y reembolso, así como por estar excepcionadas del cumplimiento de gran parte de los requisitos de actuación aplicables al resto de IIC. Esto se justifica por tratarse de instituciones que se dirigen a un tipo de inversor que por su mayor experiencia, formación financiera o patrimonio precisa menor protección.

También se ha considerado apropiado que el inversor minorista pueda acceder a este tipo de instituciones, mediante una figura que garantice unos requisitos de diversificación y protección más cercanos a los de las IIC financieras tradicionales. Es por ello que el esquema que se ha considerado más apropiado para que los minoristas accedan a este tipo de inversión, sea el de las IIC de IIC de Inversión Libre, esto es, IIC que invierten en “*hedge funds*”.

**Condiciones de acceso a la actividad de las entidades que se dediquen a la gestión de este tipo de IIC**

- *Las sociedades gestoras de IIC de Inversión Libre e IIC de IIC de Inversión Libre pueden no tener por objeto social exclusivo la gestión de este tipo de IIC. Conviene destacar que no se va a exigir la figura de una gestora cuyo objeto social exclusivo sea la gestión de este tipo de IIC. De este modo, una gestora de IIC financieras tradicionales podrá ampliar su programa de actividades y dar cabida a la gestión de IIC de Inversión Libre y/o IIC de IIC de Inversión Libre.*
- *Programa de actividades y descripción de las medidas de control interno. Junto con el programa de actividades, o la ampliación del mismo en el caso de sociedades gestoras ya existentes, las entidades que pretendan gestionar este tipo de IIC deberán presentar en la CNMV la descripción de las medidas de control interno de la sociedad recogiendo su estructura*

organizativa, los medios técnicos y humanos específicos de los que dispondrá, así como una descripción general de los controles y procedimientos específicos aplicables en la gestión de este tipo de IIC, así como de los controles de la actividad de las entidades en quienes se efectúen delegaciones.

### **Requisitos específicos de las sociedades gestoras de este tipo de IIC**

La Circular establece los medios humanos, materiales, técnicos y organizativos específicos que deben disponer estas gestoras para gestionar y valorar adecuadamente los riesgos en los que incurran este tipo de IIC. En particular se exigen los siguientes requisitos:

- *Gestión de activos:* Se ha impuesto la obligación de que las sociedades gestoras cuenten con miembros en su Consejo de Administración, o con directivos o asimilados que tengan al menos 2 años de experiencia en actividades de gestión alternativa. A este respecto, hay que indicar que este plazo de 2 años de experiencia tiene cierto grado de consolidación a nivel normativo en el ámbito de las IIC, y así por ejemplo se exige en los Consejos de Administración de las SICAV y también para las gestoras de IIC inmobiliarias.
- *Sistemas de control y medición de riesgos.* Las sociedades gestoras deben realizar simulaciones de valoración de las carteras de las IIC en situaciones de movimientos extremos de mercado (lo que se denomina en términos anglosajones como “*stress-testing*”), así como contar con mecanismos de control de la liquidez de las inversiones subyacentes, de tal forma que se puedan atender los reembolsos en tiempo y forma.
- *Exigencia adicional de recursos propios mínimos:* Conviene llamar la atención sobre la exigencia adicional de recursos propios mínimos que se impone a las SGIIC. La justificación de esta medida reside en el hecho de que, dadas las peculiaridades de la inversión alternativa, el riesgo operacional reviste una importancia mucho mayor que en la gestión de fondos convencionales. Por lo tanto, resulta apropiado exigir recursos propios adicionales. En este sentido, la Circular contempla aplicar los criterios contenidos en el método estándar sobre el riesgo operacional del Acuerdo de Basilea II (que exige un 12% sobre los ingresos brutos de la línea de negocio de gestión de activos). No obstante, dado que parte de los ingresos brutos por comisiones se retroceden a los comercializadores (las estadísticas cifran esta retrocesión en torno al 70%) se ha optado por reducir el porcentaje del 12% al 4%.
- *Segregación de funciones y delegación de funciones administrativas:* Partiendo del principio consagrado en nuestra normativa de exigir una adecuada segregación entre las funciones de gestión, administración y control, se ha optado por dejar a voluntad de la gestora la delegación en un tercero de las funciones de administración, concretamente la de valoración y determinación del valor liquidativo. No obstante, se ha estimado conveniente introducir una normativa detallada sobre la delegación de funciones administrativas reforzando los requisitos exigibles a esta delegación, de modo que el tercero en el que se delegue tenga suficientes medios e independencia. En última instancia se trata de mitigar el riesgo operacional y garantizar la fiabilidad del cálculo de los valores liquidativos.

Esta delegación es una práctica muy frecuente en la industria de inversión alternativa, sobre todo del ámbito europeo, ya que es habitual que la gestora se centre en la gestión de activos propiamente dicha.

### **Régimen de los activos dados en garantía**

En la Circular se ha regulado de manera detallada la relación de las gestoras de IIC de Inversión Libre con las entidades proveedoras globales de servicios de financiación conocidas en la industria de “*hedge funds*” como “*prime brokers*”. En concreto, la Circular se ocupa de los siguientes aspectos.

- *Riesgo de contraparte por reutilización de garantías.* A este respecto, se ha puesto especial empeño en asegurar una adecuada transparencia del riesgo asumido por los inversores en la IIC de Inversión Libre como consecuencia de los acuerdos de financiación suscritos por la gestora de ésta con el “*prime broker*”. Es práctica habitual que la financiación, tanto en efectivo como en títulos prestados, que la IIC recibe del “*prime broker*” se colateralice aportando como garantía al “*prime broker*” los propios activos de la IIC. Especial importancia tiene el derecho de disposición (“*rehypothecation*”) que la entidad beneficiaria de la garantías, esto es, el “*prime broker*”, puede ejercer sobre éstas, ya que es frecuente que la aportación de garantías se realice mediante la transmisión de la propiedad de los activos dados en garantía. Este derecho de disposición implica por tanto un riesgo de contraparte para la IIC (ya que si el “*prime broker*” quiebra, la IIC perdería la diferencia entre el valor de mercado de las garantías aportadas y las deudas contraídas con el “*prime broker*”). En este sentido, en lugar de limitar este riesgo de contraparte como se hace en otras jurisdicciones, se ha optado por que el inversor sea adecuadamente informado poniendo de manifiesto este riesgo en el folleto y en la información pública periódica.
- *Papel del depositario:* Para que el depositario pueda cumplir con sus funciones legalmente encomendadas, se ha establecido que éste sea informado de los acuerdos de financiación de los que se deriven acuerdos de garantía financiera. En última instancia, el objetivo es lograr la conciliación de posiciones entre gestora, “*prime broker*” y depositario.

### **Evaluación y análisis de inversiones en las IIC de IIC de Inversión Libre**

En relación a las gestoras de IIC de IIC de Inversión Libre, en la Circular se han regulado los procedimientos de evaluación y análisis de inversiones, esto es, lo que se conoce como “*due diligence*”, que es, en esencia, una verificación de aspectos cualitativos, cuantitativos y operacionales de los “*hedge funds*” en los que estas instituciones pretendan invertir, así como de sus gestoras. De este modo se deben analizar, entre otras cuestiones, los medios de la gestora o del “*hedge fund*” en el que se va a invertir, la experiencia y honorabilidad de los gestores, los mecanismos de control del riesgo, se deben realizar simulaciones y análisis estadísticos de correlaciones y rentabilidades, etc. En estos procedimientos, se ha considerado conveniente involucrar al depositario en la supervisión y control de aquellos aspectos que le sean propios de acuerdo con las funciones que tiene legalmente encomendadas. Asimismo, para evitar los conflictos de interés, se ha incluido la necesidad de que los procedimientos detallen qué tareas deben ser realizadas por personas no implicadas directamente en el área de gestión.

## Documento de consentimiento del inversor

Con anterioridad a la realización de la inversión, el inversor debe dejar constancia por escrito de que conoce los riesgos inherentes a la inversión que pretende realizar. La Circular ha dado redacción al documento que debe suscribir el partícipe o accionista optando por un lenguaje sencillo y por destacar las singularidades de estas IIC y sus diferencias con las IIC tradicionales. De este modo el inversor deja constancia por escrito de que conoce la política de inversión y los riesgos inherentes a ésta, los preavisos y la frecuencia con la que se garantiza la liquidez, la posibilidad de realizar reembolsos en especie, así como las comisiones de gestión, depositario y otros gastos, tanto directos como indirectos.

### El folleto

El folleto de este tipo de IIC será el mismo que se utiliza para las IIC financieras tradicionales. Además, la Circular regula el contenido específico que debe contener el folleto de estas IIC. Destacan los siguientes aspectos:

- *Información sobre suscripciones y reembolsos y periodicidad del cálculo del valor liquidativo.* La frecuencia de realizar aportaciones y reembolsos y de calcular el valor liquidativo puede ser llegar a ser trimestral e incluso semestral. Además, los reembolsos pueden estar sujetos a determinados periodos de preaviso. Todo ello implica que los partícipes o accionistas, con el objeto de planificar sus inversiones, deben ser concientes de que la inversión en estas IIC puede estar sujeta a una liquidez inferior que la procurada por las IIC financieras tradicionales.
- *Información sobre las estrategias de inversión y gestión de la IIC, así como de los riesgos que conlleva.* En el folleto se señalarán los criterios de diversificación y concentración de las inversiones que efectúe la IIC que puedan ser relevantes para evaluar los riesgos en los que se incurra. En las IIC de Inversión Libre se incluirán los criterios de selección de las IIC subyacentes y los criterios de diversificación por gestores, estrategias y valores.
- *Información sobre la política general de garantías concedidas por las IIC y posibilidad de disposición de las mismas por parte de los beneficiarios.* Este apartado es aplicable sólo a las IIC de Inversión Libre y en él se debe explicitar el valor máximo de mercado de las garantías susceptibles de ser utilizadas por el beneficiario, así como la solvencia mínima de las contrapartidas para que el inversor pueda formarse un juicio exacto del riesgo de contrapartida que asume.
- *Información sobre el límite de endeudamiento y sobre el nivel de apalancamiento.* Este apartado también es aplicable sólo a las IIC de Inversión Libre y en él se debe detallar tanto el nivel de endeudamiento en efectivo de la IIC, como el apalancamiento adicional.
- *Nivel acumulado máximo de las comisiones de gestión y depositario directas e indirectas que podrán soportar.* De este modo se proporciona al inversor una adecuada transparencia sobre los costes que soportará con su inversión.

## **Información pública periódica de las IIC de Inversión Libre e IIC de IIC de Inversión Libre**

La información pública periódica de las IIC de Inversión Libre e IIC de IIC de Inversión Libre seguirá el modelo general del resto de IIC de carácter financiero. No obstante, la Circular contempla unos contenidos específicos para estas instituciones de acuerdo a su carácter diferenciado, como entre otros, información sobre el riesgo de contraparte por reutilización de garantías, patrimonio de la institución en manos de gestores de la IIC, así como información sobre el importe efectivamente soportado de comisiones directas e indirectas.

### **Régimen de suscripciones y reembolsos**

En lo referente al régimen de suscripciones y reembolsos de estas instituciones, hay que destacar la posibilidad de no otorgar derecho de reembolso en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo, si bien en cualquier caso se deberá respetar la periodicidad general establecida en el Reglamento de IIC con respeto a las suscripciones y reembolsos aplicables a este tipo de IIC (esto es, al menos trimestral o, en su caso, semestralmente).

Asimismo, en las IIC de Inversión Libre se obliga a las gestoras a adoptar mecanismos que prevengan la existencia de conflictos de interés en caso de reembolsos en especie. A este respecto, hay que tener en cuenta que en estas instituciones se podrían realizar reembolsos con activos ilíquidos o de valoración no inmediata.

### **Valores liquidativos estimados**

En la Circular se ha regulado el uso de valores liquidativos estimados, ya que es una práctica habitual en el sector de “hedge funds”, tanto para suministrarlos por la gestora como “avance” del valor liquidativo definitivo como para dar información sobre la rentabilidad del fondo con una periodicidad mayor que la que proporciona el valor liquidativo a aplicar a las operaciones de suscripción y reembolso. En este aspecto, se ha considerado conveniente que se concilie en la información periódica de la institución las diferencias entre el valor liquidativo estimado y el valor liquidativo definitivo, referido a la misma fecha, que sean superiores al 10%.

### **Estados de información reservada**

La información reservada a remitir a la CNMV es la misma que la de las IIC generales de carácter financiero en el caso de las IIC de IIC de Inversión Libre. En el caso de las IIC de Inversión Libre, se ha optado por unos modelos específicos, de formato más simplificado y adecuado a la especial idiosincrasia de la figura.

### **Política de inversión de las IIC de Inversión Libre**

En relación a la política de inversión de las IIC de Inversión Libre, se precisa el concepto de endeudamiento cuyo límite para estas instituciones es de 5 veces el patrimonio. En concreto, se considera endeudamiento sólo la financiación recibida en efectivo. En cualquier caso, se deberá informar en folleto de la política de la institución en cuanto al endeudamiento y apalancamiento adicional a través de operaciones simultáneas, cesión temporal de activos, valores recibidos en préstamo y operaciones en derivados.

## **Política de inversión de las IIC de IIC de Inversión Libre**

Respecto a la política de inversión de las IIC de IIC de Inversión Libre, se describen el tipo de activos en el que podrán invertir estas instituciones para cumplir con el coeficiente de inversión del 60%. De este modo, podrán invertir en IIC de Inversión Libre españolas, en IIC extranjeras con políticas de inversión análogas a las IIC de Inversión Libre españolas, y en las llamadas “*managed accounts*” o cuentas gestionadas, esto es, contratos de gestión de cartera que replican a un “*hedge fund*”. Además la exposición a este coeficiente de inversión podrá conseguirse mediante instrumentos derivados.

Un aspecto importante a destacar es que bien la IIC subyacente, bien su entidad gestora o asesora, deberán estar radicadas en la OCDE. En definitiva, se ha buscado incluir en la norma a un actor típico en la industria de los “*hedge funds*”, como son los llamados “*advisors*”, que son entidades que realizan la gestión de los “*hedge funds*”, adoptando las decisiones de inversión.

Adicionalmente, se ha definido la fórmula de cómputo del coeficiente del 60%. En concreto, se ha buscado facilitar su cumplimiento midiéndolo en promedio y ajustándolo por los incrementos de patrimonio procedentes de las suscripciones. A este respecto hay que tener en cuenta que los nuevos recursos no pueden invertirse en general con carácter inmediato en las IIC subyacentes, ya que se deben realizar las tareas del “*due diligence*” y los plazos de realización efectiva de las inversiones son más dilatados por la existencia de preavisos y menor liquidez.

## **Valoración de las IIC de Inversión Libre e IIC de IIC de Inversión Libre**

La Circular establece una normas específicas de valoración de estas IIC, adicionales a las generales, para responder a su especial naturaleza.

- *Valoración de las IIC de Inversión Libre.* Se establece la necesidad de valorar diariamente, siempre que sea posible, todas las posiciones, con independencia de la periodicidad del valor liquidativo. Asimismo, se establecen normas destinadas a garantizar la mayor fiabilidad y representatividad posible en las valoraciones.
- *Valoración de las IIC de IIC de Inversión Libre.* Se exige que se valoren las IIC subyacentes con valores liquidativos ciertos. Si no se dispone de éstos, se deberá liquidar sólo, tanto las suscripciones como los reembolsos, por la parte cierta, exigiéndose el compromiso de liquidar posteriormente los importes pendientes.