



CUATRECASAS

El pasado 17 de julio la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") publicó **nuevos criterios interpretativos sobre las entidades de inversión colectiva de carácter cerrado y capital riesgo**, dentro de la actualización del documento de preguntas y respuestas sobre la normativa de Instituciones de Inversión Colectiva ("IIC"), Entidades de Capital Riesgo ("ECR") y vehículos de inversión colectiva cerrados. Los nuevos criterios, que en algún caso ya venían siendo aplicados por la CNMV en el marco de las autorizaciones y actuaciones de supervisión, pueden ser muy relevantes para la actividad de las sociedades gestoras.

Los aspectos más relevantes del documento son los siguientes:

➤ **Régimen de inversiones y financiación por parte de las SGEIC**
(SECCIÓN 2.1. Preguntas 9 bis, 9 ter y 9 quáter)

Además de aclarar que las Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Colectiva Cerradas ("SGEIC") deben aplicar los mismos límites para la financiación y concesión de créditos que las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva ("SGIIC"), el regulador establece un **criterio novedoso** en la aplicación del límite del 25 por 100 de diversificación en las inversiones de la SGEIC. En concreto, entiende el regulador que, en aquellos casos en los que el vehículo en el que invierta la SGEIC esté diversificado, en al menos en un 25 por 100, el límite del 25 por 100 a primer nivel no será aplicable.

De esta forma **se flexibiliza la inversión** de las SGEIC en vehículos lo que permitirá a las sociedades gestoras cumplir con los compromisos de inversión habituales en esta industria.

➤ **Operaciones de inversión en el periodo de *fund raising* y transmisiones entre vehículos co-inversores. Periodo máximo de entrada de inversores y régimen de precios a lo largo de la colocación** (SECCIÓN 2.3. Pregunta 37 quinquies y SECCIÓN 2.4 Pregunta 40)

El regulador muestra su preocupación por las inversiones realizadas por las ECR durante el periodo de captación y el efecto de la entrada de los partícipes de forma progresiva en los cierres sucesivos mientras el valor de las inversiones existentes puede variar. A este respecto, la CNMV sugiere que se introduzcan **medidas anti-dilutivas** para minimizar los conflictos de intereses generados.

En línea con criterios que estaba valorando el regulador en procesos de revisión, y en el marco del tratamiento de las situaciones de conflictos de



CUATRECASAS

intereses, se ha establecido un criterio muy rígido en cuanto a las operaciones realizadas entre **fondos co-inversores o paralelos** durante el periodo de captación de inversores. Aparentemente se ha sugerido una prohibición de transmisión de inversiones a precio de coste entre fondos co-inversores o paralelos, lo que limita una práctica habitual realizada por las sociedades gestoras, tanto en el ámbito nacional como en el internacional.

Finalmente, se concreta el criterio que ya venía aplicando la CNMV de limitar a un máximo de 24 meses el **periodo de captación de inversores** y de establecer primas de equalización que garanticen un trato equitativo a todos los inversores. No obstante lo anterior, de la redacción de la consulta parece inferirse que la discrecionalidad de la sociedad gestora para cobrar o no primas de equalización podría verse limitada.

> **Gobernanza en la toma de decisiones. Comité de Inversiones y Asesores** (SECCIÓN 2.1. Preguntas 9 quinquies y 9 sexies)

Otro de los criterios que la CNMV ya venía aplicando, y que se plasma en el documento de preguntas y respuestas, afecta al **régimen del Comité de Inversiones**. En concreto, la CNMV excluye la posibilidad de que el Comité de Inversiones tenga poder decisorio excepto que se trate de una comisión delegada del Consejo de Administración, de acuerdo con lo previsto en Estatutos. Adicionalmente, obliga a que la mayoría de los miembros del Comité de Inversiones sean empleados o administradores de la Sociedad Gestora.

En cuanto a los asesores, la CNMV reconoce la posibilidad de que existan asesores no regulados, si bien apunta que la existencia de asesores no implica que la Sociedad Gestora no deba tener medios materiales y humanos propios suficientes para desarrollar la estrategia inversora del vehículo asesorado.

> **Operaciones de venta de cartera y aplicaciones entre vehículos de la Sociedad Gestora** (SECCIÓN 2.3 Pregunta 37 quáter)

Las operaciones de venta de cartera y aplicaciones entre vehículos, intrínsecamente vinculadas a las operaciones de secundario, han sido objeto de las actuaciones de supervisión de CNMV y el regulador ha querido establecer **reglas muy estrictas** sobre su realización.

En particular la CNMV insiste en la excepcionalidad que deben tener estas operaciones, destacando que la Sociedad Gestora debe verificar que se



CUATRECASAS

realizan en interés exclusivo de ambas partes, comprador y vendedor, y que la operación se realiza en condiciones de mercado.

Adicionalmente se destaca que deben someterse a procedimientos muy robustos de prevención de conflictos de intereses y cumplir con la debida transparencia a los inversores.

En cuanto a la determinación del precio, la CNMV pone en duda el uso de valoraciones de expertos independientes que pondrían no reflejar el valor a efectos de transacción.

> **Reconocimiento de las cuentas ómnibus en el ámbito del capital cerrado.** (SECCIÓN 2.3 Pregunta 37 septies)

Una de las buenas noticias que aporta el Documento es la aceptación por parte de CNMV de la **operativa de cuentas ómnibus** en el ámbito de los Fondos de inversión de carácter cerrado incluyendo los Fondos de Capital Riesgo ("FCR"), equiparando el régimen al ya existente en las IIC. Esta posibilidad mejorará la distribución de los FCR con terceras entidades.

Autores: Jorge Canta, Paz Irazusta