

Novedades legislativas en el sector de Capital Riesgo: Directiva AIFM y Propuesta Reglamento europeo

Julio Veloso Caro*
Socio Área Mercantil/Capital Riesgo
Broseta Abogados

Sumario

1. Directiva AIFM.
 - 1.1 Un largo camino hasta la transposición.
Cuadro resumen de los diferentes hitos de la directiva hasta su transposición.
 - 1.2 Un largo camino desde la transposición.
Cuadro resumen de los diferentes hitos de la directiva tras su transposición.
 - 1.3 Ámbito de aplicación de la directiva.
 - 1.4 Definiciones.
 - 1.5 Grandfathering & régimen transitorio.
 - 1.6 Cuestiones diversas.
 - 1.7 Breve valoración.
 - 1.8 Implicaciones en España.
 - 1.9 Última hora.
2. Directrices de ESMA sobre la remuneración de los gestores de fondos alternativos de inversión.
 - 2.1 Ámbito de aplicación de la directrices.
 - 2.2 Concepto de remuneración a los efectos de las directrices.
 - 2.3 Principios inspiradores de la remuneración de las personas sujetas.
3. Regulación del venture capital.
 - 3.1 Reglamento sobre fondos de capital riesgo europeos.
 - 3.2 Aspectos legales relevantes.
 - 3.3 Última hora.

Resumen

Hace ya más de cinco (5) años que comenzó la singladura de la norma que regulará la actividad de los gestores de fondos alternativos en Europa (*Alternative Investment Funds Managers Directive*) (en adelante la "Directiva").

Dicho camino comenzó en el año 2007. Desde sus orígenes generó una gran inquietud en el sector del capital-riesgo, que veía cómo se metían en un mismo saco a actividades de muy diversa naturaleza, como pueden ser las que llevan a cabo las entidades de inversión libre y las entidades de capital riesgo (ECR), por ejemplo.

La fecha final para la transposición de la Directiva a las legislaciones nacionales se aproxima inexorablemente. El 22 de julio de 2013 está cada vez más cerca y, con la excepción de Luxemburgo e Irlanda, el resto de los países están en distintas fases en relación a dicha transposición. No es de extrañar que, debido a los retrasos acumulados en las obligaciones que deben cumplirse antes de la transposición (la Comisión debería haber finalizado la adopción de medidas de desarrollo y decide sobre el Reglamento en abril de este año y ello no ha sucedido hasta el 19 de diciembre de 2012), algunos Estados miembros han expresado su malestar y las dificultades que ahora se les plantean por la acumulación de dichos retrasos.

Con la transposición de la Directiva se dispondrá de un pasaporte europeo que permitirá a los gestores de fondos alternativos comercializar activamente fondos alternativos en todos los Estados miembros.

* El autor agradece a Silvia de Andrés Pérez, la valiosa colaboración prestada en la redacción del apartado 2 de este artículo, relativo a la remuneración de los gestores de fondos alternativos de inversión.

A pesar del largo camino recorrido, no todo termina el próximo 22 de julio de 2013. A partir de esa fecha, y durante otros seis (6) años, aún quedan una serie de hitos por cumplirse. Por tanto, doce (12) años después de haber comenzado su andadura, la Directiva cerraría una primera etapa.

El impacto de la Directiva en España será sin duda menor que el que la misma tendrá en aquellos países en los que hasta el momento de transposición de la Directiva la actividad de capital-riesgo no estaba regulada o lo estaba de manera muy laxa.

Nos consta la intención de la Dirección General del Tesoro de, "aprovechando la coyuntura", efectuar algún otro cambio en la LECR, además de aquellos que resulten obligatorios por mor de la transposición de la Directiva.

Por otra parte, ESMA ha publicado recientemente un "Consultation Paper" relativo a la remuneración de los GFIA (Anexo II de la Directiva), de conformidad con el mandato contenido en la propia Directiva.

Si bien el cumplimiento de las directrices de ESMA no es obligatorio, en una coyuntura económica como la actual, en la que la retribución de los altos cargos es una cuestión especialmente sensible para la opinión pública, máxime si la misma no se corresponde con una buena gestión, es previsible suponer que todos los Estados miembros procurarán implementar fielmente las referidas directrices.

Por último, indicar que, dado que el capital-riesgo desempeña hasta el momento un papel menor en la financiación de las PYME, y teniendo en cuenta que la financiación bancaria es mucho más escasa y con unos intereses mucho más elevados que los que había antes del comienzo de la crisis crediticia, parece evidente la necesidad de buscar otras fuentes de financiación para este tipo de entidades. Con dicho objetivo, de dinamizar el sector y de facilitar la inversión en empresas europeas en desarrollo, en diciembre de 2011 se publicó una propuesta de borrador para regular el sector del capital-riesgo en Europa. Por su parte, el Parlamento ha votado un texto

el 13 de septiembre de 2012. El principal problema en estos momentos es el relativo a los paraísos fiscales.

Palabras clave: Directiva AIFMD,GFIA (Gestores de Fondos de Inversión Alternativos), FIA (Fondos de Inversión Alternativos),Medidas de Desarrollo (Delegated Acts),Activos Bajo Gestión, Régimen Transitorio, Depositario, Directrices sobre Remuneración GFIA, Unidad de Supervisión, Comité de Remuneraciones, Funciones de Control, Alineamiento de Intereses, Personas Sujetas, *Carried Interest*, Fondos de Capital Riesgo Europeos (FCRE)

Abstract

The path to the Alternative Investment Funds Managers' Directive (hereinafter, the "Directive"), aimed at regulating alternative investment fund managers' activity in Europe started more than five (5) years ago.

It began in 2007. Since its inception, it has caused concern among the venture capital sector, which watched activities of a very different nature, such as those carried out by hedge funds and private equity and venture capital enterprises, being all lumped together. The final date for the transposition of the Directive to national legislation approaches inexorably. The 22nd of July of 2013 is getting closer by the minute and, with the exception of Luxembourg and Ireland, the remaining countries are at various stages of this transposition. It is not surprising that, due to the accumulated delays in compliance with the obligations prior to transposition (the Commission should have concluded the adoption of delegated acts and decided on the Regulation in April of this year, but did not do so until the 19th December of 2012), some Member States have expressed their unease over the difficulties they now face as a result of the accumulated delays.

The transposition of the Directive shall provide a European Passport with which alternative fund managers will be able to actively sell alternative funds in all member States.

Despite the long road travelled, it does not all

end on the 22nd of July 2013. As of this date, and for another six (6) years, a number of other milestones still remain to be met. Therefore, twelve (12) years after having been launched, the Directive will draw a first stage to a close. The impact of the Directive in Spain will undoubtedly be less than that in countries in which private equity/venture capital activity was either not regulated or was done so very laxly prior to the transposition.

We are aware of the intention of the General Treasury Directorate (*Dirección General del Tesoro*), in "taking advantage of the situation", to carry out a few other changes in the LECR (Spanish Venture Capital Law), in addition to those which are obligatory as a result of the transposition of the Directive.

On the other hand, ESMA has recently published a "Consultation Paper" regarding the remuneration of AIFMs (Schedule II of the Directive), in accordance with the mandate contained in the Directive itself.

Although compliance with ESMA guidelines is not obligatory, in the face of an economic situation as the one we are currently experiencing, where the remuneration of senior positions has become a particularly sensitive issue for public opinion, especially if not matched with good management, all Member States are expected to endeavour to faithfully apply such guidelines. Lastly, we must point out that, given that venture capital has hitherto played a minor role in SME funding, and bearing in mind the scarcity of bank funding and interest rates that are much higher than those before the start of the credit crunch, the need to find other funding sources for these types of enterprises is clear. With the aim of revitalising the industry and providing investment in European businesses currently under way, a draft proposal was published in December 2011 to regulate the venture capital industry in Europe.

On its part, the Parliament has voted a text on the 13th of September of 2012. The main problem nowadays is that relating to tax havens.

Key words: AIFMD (Alternative Investment Funds Managers Directive), AIFMs (Managers

of Alternative Investment Funds), AIFs (Alternative Investment Funds), Delegated Acts, Assets Under Management, Transitional Period, Depositary, Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD, Supervisory Function, Remuneration Committee, Control Functions, Risk Alignment, Identified Staff, Carried Interest, European Venture Capital Funds (EVCF).

1. Directiva AIFMD

1.1 Un largo camino hasta la transposición

Hace ya más de cinco (5) años que comenzó la singladura de la norma que regulará la actividad de los gestores de fondos alternativos en Europa (*Alternative Investment Funds Managers Directive*) (en adelante la "Directiva")¹.

Dicho camino comenzó en el año 2007. Desde sus orígenes generó una gran inquietud en el sector del capital-riesgo, que veía cómo se metían en un mismo saco a actividades de muy diversa naturaleza, como pueden ser las que llevan a cabo las entidades de inversión libre y las entidades de capital riesgo (ECR), por ejemplo.

Si bien el primer objetivo del sector consistió en tratar de conseguir que se excluyese a las ECR de la norma que empezaba a gestarse, pronto se vio que esa meta sería de imposible alcance. La quiebra de *Lehman Brothers* y el impacto que la misma tuvo, tanto en el sector financiero como en la economía real, avivó un fuego que ya había prendido con anterioridad. Los políticos europeos se creyeron en la obligación de regular un sector (el de las entidades de inversión alternativas, entendiendo por tales, básicamente, todas las entidades de inversión no amparadas bajo las Directivas UCITS), al que veían, sino como causante de los males que empezaban a sucederse, sí como una especie de bomba

¹ Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011. D.O.U.E. de 1.7.2011 (L/174).

de relojería que en cualquier momento podría agravar aún más una situación que ya de por sí estaba complicándose mucho.

En abril de 2009 la Comisión presentó su primer borrador de propuesta de Directiva, cuyo texto, tras innumerables idas y venidas, fue aprobado por el Parlamento Europeo el 10 de noviembre de 2010.

Una vez fue aprobado por el Parlamento, la Comisión pidió, con fecha 2 de diciembre del mismo año, la opinión al organismo precursor de la ESMA², el CESR, sobre noventa y nueve (99) medidas de desarrollo ("*delegated acts*").

Las medidas son una regulación de desarrollo de la Directiva y tratan sobre cuestiones como:

- Condiciones y procedimiento para la autorización de los gestores de fondos alternativos, incluyendo los requisitos de capital aplicables a los gestores.
- Condiciones operativas para los gestores de fondos alternativos, incluyendo reglas relativas a su remuneración, conflictos de interés, gestión del riesgo, gestión de la liquidez, requisitos organizativos, reglas de valoración, etc.
- Condiciones para la delegación.
- Reglas sobre depositarios, incluyendo las obligaciones del depositario y su responsabilidad.
- Requisitos relativos a la información a proporcionar al regulador y a cómo calcular el apalancamiento.
- Reglas para los acuerdos de cooperación.

Tras la publicación del texto de la Directiva en el Diario Oficial de la Unión Europea, en fecha 1 de julio de 2011, la Directiva entra en vigor el 21 de julio de ese año.

El 13 de julio de 2011 ESMA lanza su "*consultation paper*" y da un plazo, hasta el 13 de septiembre de ese mismo año, para responder a las cuestiones que planteaba.

Se recibieron más de 100 respuestas a dichas cuestiones³, que versaban sobre los siguientes asuntos:

- (i) **Parte I:** Cuestiones generales, condiciones de autorización y operativas.
- (ii) **Parte II:** Depositario: medidas de implementación.
- (iii) **Parte III:** Requisitos de transparencia y endeudamiento.
- (iv) **Parte IV:** Medidas de desarrollo para la supervisión.

Con fecha 16 de noviembre de 2011, ESMA entrega un documento a la Comisión.

Si bien hasta ese momento se habían cumplido, en líneas generales, los plazos que se habían establecido, es a partir de entonces cuando comienzan los retrasos con respecto a los hitos inicialmente establecidos.

Así, a finales de enero de 2012 la Comisión debería haber finalizado su estudio (*impact assessment*).

A finales de abril de 2012, la Comisión debería haber finalizado la adopción de las medidas de desarrollo y haber adoptado una decisión en relación al Reglamento a elaborar⁴.

Durante tres (3) meses, entre mayo y julio, el Parlamento y el Consejo deberían haber presentado sus objeciones a lo planteado por la Comisión, con el fin de que el 22 de julio de 2012 la Comisión pudiese adoptar sus medidas definitivas de desarrollo, momento en el cual debería haber comenzado la transposición final de la Directiva a las diferentes legislaciones nacionales. Ello para que ESMA pudiese publicar un *Memorandum of Understanding* (MOU) relativo a la aplicación de la Directiva y la cooperación entre los supervisores.

No obstante, no podemos olvidar que la fecha final para la transposición de la Directiva a las legislaciones nacionales se aproxima inexorablemente.

2 AUTORIDAD EUROPEA DE VALORES Y MERCADOS (*EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY*)

3 Desde el Comité Legal y Fiscal de ASCRI se preparó un documento que se envió a la Dirección General del Tesoro con el fin de que esta pudiese tomarlo en cuenta a la hora de enviar sus propias respuestas a ESMA.

4 Esto no ha sucedido sino el 19 de diciembre de 2012. Si bien hacemos referencia al documento publicado en esa fecha, por tener que cerrarse este artículo casi al mismo tiempo en el que aparecía publicado el mismo, no podemos entrar en su análisis ni valoración.

El 22 de julio de 2013 está cada vez más cerca y, con la excepción de Luxemburgo e Irlanda, el resto de los países están en distintas fases en relación a dicha transposición. No es de extrañar que, debido a los retrasos acumulados en las obligaciones que deben cumplirse antes de la transposición, algunos Estados miembros han expresado su malestar y las dificultades que ahora se les plantean por la acumulación de dichos retrasos.

Con la transposición de la Directiva se dispondrá de un pasaporte europeo que permitirá a los gestores de fondos alternativos comercializar activamente fondos alternativos en todos los Estados miembros.

CUADRO RESUMEN DE LOS DIFERENTES HITOS DE LA DIRECTIVA HASTA SU TRANSPOSICIÓN

- **2007:** Se inicia el proceso tendente a la aprobación de la Directiva.
- **2009:** En abril, la Comisión presenta su primer borrador de propuesta de Directiva.
- **2010:** El 10 de noviembre el Parlamento aprueba el texto de Directiva.
- **2010:** El 2 de diciembre la Comisión pide su opinión a (CESR) ESMA sobre 99 medidas de desarrollo ("*delegated acts*").
- **21 de julio de 2011:** Tras la publicación de la Directiva en el DOUE (1/7/11), entra en vigor.
- **Julio-Septiembre 2011:** El 13 de julio ESMA lanza su "*consultation paper*" y da un plazo hasta el 13 de septiembre. Más de 100 respuestas recibidas.
 - (i) **Parte I:** Cuestiones generales, condiciones de autorización y operativas.
 - (ii) **Parte II:** Depositario: medidas de implementación.
 - (iii) **Parte III:** Requisito de transparencia y endeudamiento.
 - (iv) **Parte IV:** Medidas de desarrollo para la supervisión.
- **16 de noviembre de 2011:** ESMA entrega su documento a la Comisión.
- **Finales de enero:** la Comisión debería haber finalizado el análisis del estudio (*impact assessment*).
- **Finales de abril:** la Comisión debería haber finalizado la adopción de medidas de desarrollo y decide sobre el Reglamento (lo que no ha sucedido hasta el 19 de diciembre de 2012).
- **Mayo-Julio:** el Parlamento y el Consejo tienen 3 meses para presentar sus objeciones (a contar a partir del 19 de diciembre de 2012).
- **22 de julio de 2012:** la Comisión confiaba en adoptar, en esa fecha, sus medidas definitivas de desarrollo. Comenzaría en ese momento la transposición final a las legislaciones nacionales. Es obvio el retraso de cinco (5) meses sobre la expectativa inicial.
- **Antes de julio de 2013** ESMA debe publicar un MOU relativo a la aplicación de la Directiva y a la cooperación entre los supervisores
- **22 de julio de 2013:**
 - (i) fecha final para la transposición las legislaciones nacionales: entrada en vigor de la Directiva;
 - (ii) Pasaporte europeo disponible para que los gestores de fondos de inversión alternativos europeos (GFIA) puedan comercializar activamente los fondos de inversión alternativos (FIA) europeos en todos los Estados miembros.

1.2 Un largo camino desde la transposición

A pesar del largo camino recorrido, no todo termina el próximo 22 de julio de 2013.

A partir de esa fecha, y durante otros seis (6) años, aún quedan una serie de hitos por cumplirse.

Así, los GFIA tendrán un plazo máximo de un (1) año, a contar desde la fecha de transposición de la Directiva, para solicitar su autorización como GFIA de acuerdo a lo que establece la Directiva.

Un (1) año más tarde, ESMA deberá dar su opinión en relación al otorgamiento del pasaporte europeo, tanto en relación a los gestores de fondos alternativos no europeos como en relación a los fondos alternativos de terceros países.

Será el 22 de julio de 2018 cuando ESMA deba dar su opinión sobre la retirada de los regímenes nacionales de comercialización privada aplicables a terceros.

Y, por último, en lo que a esta primera fase se refiere, y siempre y cuando se cuente con la opinión favorable de ESMA a este respecto, el 22 de julio de 2019, es decir, seis (6) años después de la fecha de transposición de la Directiva, los regímenes nacionales dejarán de tener vigencia.

Por tanto, doce (12) años después de haber comenzado su andadura, la Directiva cerraría una primera etapa. No sería sorprendente que, tras la misma, y a la luz de la experiencia acumulada durante su aplicación, de los problemas que puedan ir surgiendo con motivo de su puesta en práctica, de las opiniones que vaya recogiendo ESMA, de las quejas y sugerencias de los diferentes operadores en este sector, vayamos asistiendo a diferentes cambios que, al igual que ha ido sucediendo con las Directivas UCITS o con las Directivas MiFid, por solo poner dos ejemplos, vayan teniendo como consecuencia la aprobación de nuevos textos.

CUADRO RESUMEN DE LOS DIFERENTES HITOS DE LA DIRECTIVA TRAS SU TRANSPOSICIÓN

- **22 de julio de 2014:** fecha límite para solicitar la autorización de GFIA europeos.
- **22 de julio de 2015:** opinión de la ESMA para el pasaporte europeo de los gestores de fondos alternativos no europeos y de los fondos alternativos de inversión de terceros países.

- **22 de julio de 2018:** opinión de ESMA sobre la retirada de los regímenes nacionales de comercialización privada aplicables a terceros.
- **22 de julio de 2019:** con la opinión favorable de la ESMA, retirada de los regímenes nacionales.

1.3 **Ámbito de aplicación de la Directiva**

No cabe ninguna duda que la Directiva toma como modelo, en cuanto a su operativa, tanto a las Directivas UCITS como a las Directivas MiFid, aunque en el caso de la Directiva, como ya hemos señalado, ha sido necesario adoptar noventa y nueve (99) medidas de desarrollo.

Una de las implicaciones que supondrá la transposición de la Directiva es que, a partir de ese momento, será necesario obtener una autorización y que los gestores se inscriban en un registro para que puedan gestionar y comercializar fondos alternativos en Europa.

Como ya hemos señalado, la Directiva regula a todo el que gestione y/o comercialice en algún Estado miembro fondos no regulados por la Directiva UCITS, con independencia de su política de inversión, su naturaleza jurídica, de que coticen o no, de su carácter abierto o cerrado. Es decir, caen bajo el paraguas de la Directiva los gestores de Fondos de Inversión Libres, ECR, Fondos Inmobiliarios, Fondos de Infraestructuras, Fondos de Materias Primas, etc.

En consecuencia, la Directiva resultará de aplicación a los siguientes tipos de gestores de fondos alternativos:

- (i) gestores de fondos alternativos europeos que gestionen fondos alternativos europeos y no europeos;
- (ii) gestores de fondos alternativos no europeos que gestionen fondos alternativos europeos;
- (iii) gestores de fondos alternativos no europeos que gestionen fondos alternativos no europeos, pero que se comercialicen a inversores europeos.

Es decir, la Directiva regula a los fondos de gestores alternativos, pero no a los fondos de gestión alternativos, que seguirán bajo regulación y supervisión nacional.

Por tanto, y tal y como hemos explicado, la Directiva tiene un muy amplio alcance ya que básicamente afectará a todos los fondos de capital-riesgo (tanto de *private equity* o capital inversión como de *venture capital* o capital desarrollo, sujeto, en relación a estos últimos, a lo que señalamos en el apartado 3 de este artículo) con una conexión europea, con independencia de sus estructuras, tamaños u objeto.

Así, todos aquellos gestores que tengan activos bajo gestión superiores a QUINIENTOS MILLONES (500) de euros necesitarán autorización. También necesitarán autorización aquellos gestores que, aunque tengan activos bajo gestión por un importe inferior a quinientos millones (500) de euros, sean superiores a CIEN MILLONES (100) de euros si existe apalancamiento (si bien puede haber excepciones en función de lo que establezcan las legislaciones nacionales).

Una de las cuestiones más debatidas durante la discusión y aprobación del texto de la Directiva fue la relativa a la denominada cláusula de "*opt-in*", mediante la cual se permitirá a aquellos gestores que, aunque gestionen fondos que no caigan dentro del ámbito de aplicación de la Directiva, si aun así desean estar regulados por la misma y así lo solicitan, pasarán a estar regulados por lo establecido en dicho texto. Muchos defendían que, en tales casos, no debería exigirse a dichos gestores que cumplieren con todo lo que establece la Directiva, por un doble motivo: (1) por una parte, tratar de animar a aquellos que no estaban obligados a obtener la autorización y registro que aún así lo solicitasen; y, (2) por otra, no exigirles una serie de cuestiones que podrían resultar excesivas y muy costosas a gestores que, tanto por el tamaño de los fondos que gestionasen, como por su propia organización y estructura, les resultarían de muy difícil y en todo caso de muy costoso cumplimiento. No obstante, tal iniciativa

no prosperó finalmente por lo que aquellos gestores que deseen, sin tener la obligación de hacerlo, someterse de manera voluntaria al ámbito de la Directiva, deberán cumplir con todo lo establecido en la misma.

Hay una serie de entidades que, no obstante lo explicado anteriormente, están excluidas del ámbito de la Directiva. Así:

- (i) las instituciones supranacionales, los bancos centrales, los gobiernos y otras instituciones que gestionen fondos de seguridad social o de pensiones (si no gestionan fondos alternativos de inversión);
- (ii) holdings; y
- (iii) gestores que, directa o indirectamente no gestionen más de 100 MM (si hay apalancamiento) o 500 MM si no lo hay y si no hay derechos de amortización durante cinco (5) años desde cierre del FIA.

Los GFIA deberán inscribirse en un registro habilitado para ello y cada FIA deberá tener un único gestor que gestione el mismo.

1.4 Definiciones

Se define como GFIA a cualquier entidad legal cuyo objeto sea gestionar uno o más FIA, siendo los gestores aquellos que realicen las funciones de gestión de inversiones relacionadas en el punto 1 (a) (adopción de decisiones de inversión) y (b) gestión de riesgos, del Anexo I de la Directiva, para uno o más FIA.

La Directiva establece una separación estricta entre la gestión de riesgos y la gestión de carteras, permitiendo que se pueda delegar en personas diferentes ambas tareas. Se podría delegar dichas actividades en gestores de fondos, en sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), en entidades de crédito y en gestores de carteras, si bien siempre deberá haber en última instancia un GFIA que sea el responsable final de ambas áreas. Por tanto, la gestión de un FIA implicará la prestación discrecional de, al menos, servicios de gestión de carteras y de riesgos.

En cuanto a la comercialización, cualquier oferta o colocación, directa o indirecta, a inversores domiciliados en la Unión Europea por parte del GFIA o en su nombre, de participaciones o acciones en un FIA gestionado por el gestor. No hay restricción en los casos de inversores profesionales establecidos en la Unión Europea que inviertan en un FIA por propia iniciativa.

Nada dice la Directiva sobre inversores particulares, por lo que los Estados miembros deberán decidir al respecto, lo que implica que podrían establecer requisitos más estrictos.

En cuanto a qué debe entenderse por un FIA, la Directiva establece que se entenderá por tal toda Institución de Inversión Colectiva (o sus compartimentos) que capte capital de inversores y lo invierta en beneficio de estos, con una política de inversión definida y que no esté cubierta por la Directiva UCITS.

Una de las cuestiones más debatidas ha sido la relativa a qué debe entenderse por Activos Bajo Gestión. ¿Compromisos? ¿Contribuciones? ¿*Net Asset Value*?, etc. El informe de ESMA habla de Valor de los Activos Bajo Gestión (AUM) y no de NAV, que deberá calcularse una (1) vez al año y actualizarse tras cada adquisición (por el coste de la misma) o venta (valor de venta en relación a la última valoración anual). Quedarían al margen los FIA excluidos por el art. 61. En todo caso, los fondos deberán ser valorados correctamente e independientemente.

En lo referente a la deuda, el informe de la ESMA habla, en relación a *buy-out* de capital-riesgo, de no considerar los préstamos a nivel del vehículo de adquisición. Sólo debería hacerse en caso de que aumente el riesgo a nivel del FIA. No cabe duda de que esta cuestión resulta importante.

1.5 Grandfathering & Régimen Transitorio

La Directiva establece, en su artículo 61 (3), que los GFIA que gestionen FIA cuyo período de inversión finalice antes del 22 de julio de 2013 no necesitarán solicitar autorización.

Si bien el texto del artículo citado puede parecer muy claro, sin embargo se plantean una serie de dudas acerca de: (i) los *follow on investments* a realizar en la cartera a partir de dicha fecha; es decir, de los desembolsos que hubiese que realizar en relación a compromisos de inversión ya adquiridos y desembolsados; (ii) los fondos de fondos: ¿podrán ser equiparados a inversiones los compromisos que se hayan adquirido pero que aún no se hayan desembolsado?

Por otra parte, la Directiva también establece, en su artículo 61 (1), que los GFIA que gestionen FIA con anterioridad al 22 de julio de 2013 deberán cumplir con las leyes nacionales, teniendo un (1) año de plazo para solicitar la autorización desde la fecha de transposición de la Directiva.

De nuevo, si bien el texto del artículo citado puede parecer claro, sin embargo aquí también se plantea alguna duda, tal y como, por ejemplo, si se aplicará también el régimen transitorio a aquellos FIA que estén en proceso de levantamiento de fondos a esa fecha.

1.6 Cuestiones Diversas

No cabe duda que una de las consecuencias de la transposición de la Directiva será que los costes se incrementarán, tanto por la exigencia de la figura del depositario, así como por las obligaciones de información y de valoración, etc., que deberán cumplirse. Parece evidente que los que finalmente soportarán dichos costes serán los FIA; es decir, los inversores.

A su vez, hay una serie de costes (como los costes relativos a la obtención de la autorización, a la obligación de introducción de la gestión de riesgos o los derivados del cumplimiento de los requisitos establecidos por la Directiva, etc.) que quizás acaben siendo soportados por los GFIA.

En cuanto a los gestores, si estos no son gestores de fondos alternativos, sus funciones serán más representativas y "societarias". Si, por el contrario, se trata de gestores registrados, deberán gestionar la cartera y los riesgos.

Una de las cuestiones que deberán revisarse en relación a los fondos existentes en países en los que hasta ahora no había regulación, será la relativa al cese con causa de los gestores. También sería conveniente ver la necesidad/conveniencia de modificar los acuerdos de entidades no reguladas.

La Directiva establece la necesidad de establecer un comité independiente de remuneraciones (*staff with impact on risk profile*) en su caso.

Un tema muy debatido (incluso antes de la campaña de las presidenciales en Estados Unidos) es el relativo al *carried interest*, ya que debe tenerse en cuenta que si se le llegase a calificar de remuneración, la Directiva establece la prohibición de establecer una remuneración sólo ligada a éxito.

Debemos ser conscientes también de que en aquellos países en los que hasta ahora la actividad de capital-riesgo no estaba regulada, los gestores e inversores deberán habituarse a que la documentación que acuerden deberá someterse a autorización (y que el plazo para obtener la misma podrá oscilar entre tres (3) y seis (6) meses) antes de que se pueda comercializar el FIA en cuestión. A su vez, si se produjesen cambios en la documentación durante la fase de comercialización, los mismos deberán someterse de nuevo a autorización (lo que supondrá de nuevo un período que podrá oscilar entre uno (1) y dos (2) meses).

Otra de las cuestiones que ha generado más debate es la relativa a la figura del depositario. La Directiva establece la obligación de que cada FIA cuente con un depositario. Sus funciones serán las de gestionar los flujos de tesorería (*cash monitoring*), cumplimiento (*oversight*), verificación del cumplimiento con la normativa y con sus acuerdos. Si bien parece claro que podrán ser depositarios las entidades de crédito de la Unión Europea, las Empresas de Servicios de Inversión y aquellas entidades que estuviesen especialmente habilitadas para ello, surgen algunas dudas acerca de otras que quizás también pudiesen desempeñar esta labor, tales como aboga-

dos, notarios, auditores, etc., dado que la Directiva establece al respecto que podrán serlo todas aquellas personas sometidas a regulación prudencial y supervisión permanente. El depositario asumirá la responsabilidad por pérdida de activos en caso de incumplimiento intencionado o negligencia (si bien quedará liberado en casos de fuerza mayor). Una de las preocupaciones que han surgido en el sector es la posibilidad de que el depositario, al llevar a cabo su labor, acabe interfiriendo en las decisiones de inversión del GFIA.

1.7 Breve valoración

Los esfuerzos de la Asociación Europea de Capital Riesgo (EVCA) han sido ímprobos y el trabajo de sus Comités ingente hasta la aprobación del texto de la Directiva. Somos conscientes que el texto aprobado ha recibido y recibirá las críticas de muchos de los operadores del sector. Si no se ha llegado a conseguir un texto diferente y mejor es, sencillamente, porque no se ha podido. Invitamos, a aquellos que opinen que el texto finalmente aprobado es malo, a que revisen y lean los distintos borradores que se han ido sucediendo, así como las distintas pretensiones e intervenciones sucedidas en el Parlamento Europeo. A aquellos que tengan la valentía de llevar a cabo semejante labor, quizás empiece a parecerles que el texto de la Directiva hubiese podido ser mucho peor.

1.8 Implicaciones en España

No debemos olvidar que en España contamos con una ley de capital-riesgo (LECR)⁵ que regula el sector, sector regulado por una ley específica en nuestro país desde 1999⁶. Por tanto, el impacto de la Directiva en España será sin duda menor que el que la misma tendrá en aquellos países en los que hasta el momento de transposición de la Directiva la actividad de capital-riesgo no estaba regulada o lo estaba de manera muy laxa.

Sin duda, y con independencia de los cambios que el legislador español pueda introducir con ocasión de

5 Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

6 Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras.

la transposición de la Directiva (tanto los obligados, como, por ejemplo, los relativos a la introducción de la figura del depositario; como aquellos otros que pueda querer introducir con ocasión de la modificación de la LECR por mor de los cambios obligados por la transposición de la Directiva, pero distintos de aquellos), la transposición de la Directiva tendrá menos impacto que en aquellos países en los que la actividad de capital-riesgo no estaba regulada. Además, y dada la magnitud de los activos bajo gestión de los gestores españoles, muchos no caerán bajo el ámbito de actividad de la Directiva, pasando a estar regulados por esta sólo si deciden valerse de su cláusula "opt-in", ya sea motu proprio o ya lo hagan de manera "forzada" porque, como opinan algunos, el hecho de estar regulado por la Directiva acabará convirtiéndose en un estándar de mercado que pondrá muy difícil levantar fondos a aquellos gestores que no estén registrados de acuerdo a lo que establece la Directiva.

1.9 Última Hora

A ya pocos meses de la fecha final obligada de transposición de la Directiva a las legislaciones nacionales, mientras que algunos Estados miembros están ya bastante avanzados en sus procesos de transposición, la mayoría parecían estar esperando a la adopción de las medidas de desarrollo ("*delegated acts*").

En este sentido, la Comisión ha acumulado un considerable retraso en relación a las medidas de desarrollo que debía adoptar. Ello ha generado la protesta por parte de la industria ya que muchos de los implicados argumentan que tal retraso hará imposible que ellos puedan cumplir en tiempo y forma con los requisitos legales que finalmente se establezcan.

Dichas medidas (Nivel 2) fueron publicadas finalmente con fecha 19 de diciembre de 2012. Las medidas de Nivel 2 tienen como objetivo clarificar cómo debe llevarse a cabo la transposición de la Directiva en las diferentes legislaciones nacionales.

La publicación de estas medidas sin duda será bienvenida por la industria, puesto que supone

un paso adelante en aras a dar seguridad jurídica, tanto a los gestores como a los inversores.

No obstante, y como ya hemos señalado, esta publicación no implica que se haya llegado al final del proceso. Como también hemos indicado, tanto el Parlamento Europeo como el Consejo no han respaldado aún estas medidas de desarrollo. Ninguna de ambas instituciones puede alterar las medidas que acaban de ser publicadas por la Comisión, pero ambas tienen tres (3) meses, bien para respaldarlas, bien para rechazarlas. Lo normal sería que ambas las respaldasen.

La EVCA, al igual que hizo durante el período de preparación del texto de la Directiva, ha estado en permanente contacto con quienes han preparado estas medidas de desarrollo y les ha ido transmitiendo cuáles eran las preocupaciones de la industria al respecto. Así seguirá actuando en relación a la transposición de la Directiva, a fines de intentar evitar que los gobiernos nacionales vayan más allá de lo que ya ha sido acordado a nivel europeo después del largo camino recorrido hasta aquí.

Asimismo, y como señalamos más adelante, EVCA seguirá trabajando con ESMA para el desarrollo de los estándares técnicos, incluyendo las cuestiones relativas a remuneración, terceros países, conceptos claves de la Directiva y tipos de fondos alternativos.

Por tanto, hasta la publicación de las medidas de desarrollo quedaban demasiadas cuestiones por definir. Ahora que por fin han sido publicadas, queda ya muy poco tiempo para que finalice el plazo de transposición de la Directiva a las legislaciones nacionales.

Si bien aún no hemos podido analizar el documento publicado por la Comisión, el primer comentario de EVCA señala que las medidas de desarrollo parecen que han tenido en cuenta muchas de las preocupaciones que existían en el sector. Así, por ejemplo, se ha progresado en lo relativo a la aclaración de las cuestiones relativas a

las exigencias de provisiones de capital en relación al seguro profesional de indemnización. Sin embargo, en otras cuestiones no se ha obtenido lo que la industria demandaba, como, por ejemplo, en lo relativo a la flexibilidad pedida en términos de delegación de riesgo y de gestión de la cartera. No obstante, los poderes otorgados a ESMA para que prepare posteriores medidas sobre esta cuestión parecen indicar que el debate sobre la misma continuará.

En España la situación no difiere de la que existe a nivel europeo. La Dirección General del Tesoro es la encargada de proponer los cambios que deberán introducirse en la legislación española con el fin de adaptarla a las exigencias establecidas por la Directiva. Además de dichos cambios "obligados", nos consta la intención de la Dirección General del Tesoro de, "aprovechando la coyuntura", efectuar algún otro cambio en la LECR. En estos momentos, ignoramos cuáles puedan ser estos, si bien el sector, *a priori*, se muestra receloso de los mismos. Nadie duda que la LECR podría mejorarse en algunos aspectos, pero muchos creen que las cosas están bien como están y que quizás sea mayor el riesgo de los cambios que puedan llevarse a cabo que los beneficios que los mismos podrían reportar.

2. Directrices de ESMA sobre la remuneración de los gestores de fondos alternativos de inversión

ESMA ha publicado recientemente un "Consultation Paper" relativo a la remuneración de los GFIA (Anexo II de la Directiva), de conformidad con el mandato contenido en la propia Directiva.

Así, tal y como establece el artículo 16.3 del Reglamento 716/2010, del Consejo y el Parlamento de la Unión Europea (Reglamento de ESMA), el

cumplimiento de las directrices de ESMA no es obligatorio, si bien los Estados miembros deben comunicar a ESMA y al mercado si cumplirán con tales directrices y, en caso, negativo, informar de las razones que justifican su no cumplimiento. No obstante, en una coyuntura económica como la actual, en la que la retribución de los altos cargos es una cuestión especialmente sensible para la opinión pública, máxime si la misma no se corresponde con una buena gestión, es previsible suponer que todos los Estados miembros procurarán implementar fielmente las referidas directrices (en adelante, las "Directrices"). Por ello hemos decidido dedicar un epígrafe específico a las mismas en este artículo.

2.1 Ámbito de Aplicación de las Directrices

Las Directrices aplicarán al personal de los GFIA⁷ cuya actividad incida de manera importante en el perfil de riesgo de los FIA gestionados o del propio GFIA, incluyendo a altos directivos y cualesquiera empleados con capacidad para asumir riesgos o que ejerzan funciones de gestión de riesgos, cumplimiento normativo, auditoría interna o funciones similares (en adelante, "Funciones de Control"), así como a cualesquiera empleados que reciban una remuneración total que los asimile al grupo de remuneración de altos directivos y "risk takers" (todas ellas, conjuntamente, las "Personas Sujetas").

Se trata, en definitiva, de que ningún miembro del personal del GFIA⁸ que pueda influir, en mayor o menor medida, en el perfil de riesgo del mismo, quede fuera del ámbito de aplicación de las Directrices.

La labor de identificar a las Personas Sujetas corresponde a los GFIA. No obstante, ESMA facilita, sin carácter limitativo, las siguientes categorías de Personas Sujetas⁹:

7 EVCA entiende que ESMA no está teniendo en cuenta las diferencias existentes en los distintos tipos de entidades que componen el sector regulado por la Directiva, dado que incluye entidades tan diferentes como los *hedge funds*, fondos inmobiliarios, ECRs.
8 EVCA se opone a que se identifique como Personas Sujetas al personal o delegados del GFIA. Las Directrices de CEBS (*Committee of European Banking Supervisors*) no lo hacen.
9 EVCA propone la siguiente definición de Personas Sujetas: "cualquier persona física empleada o nombrada por el GFIA en relación para la gestión del portfolio o con funciones de control de riesgos, en virtud de un contrato de servicios o de cualquier otra manera, pero excluyendo a proveedores en términos de mercado".

1. Miembros de los órganos de gobierno.
2. Altos directivos.
3. Personal con Funciones de Control¹⁰.
4. Personal responsable de gestionar la cartera de inversiones, personal de administración, marketing¹¹ y recursos humanos.
5. Otros miembros del personal con capacidad para asumir riesgos: personal cuya actividad profesional influya significativamente en el perfil de riesgo del GFIA o de los FIA gestionados, incluyendo personal con poderes suficientes para suscribir contratos o tomar decisiones que puedan influir significativamente en dichos perfiles de riesgo, tales como personal de ventas, comerciales, etc.
6. Otros miembros del personal cuya remuneración total se asimile a la del grupo de altos directivos y "risk takers", tales como personal con alta remuneración que no se incluya en ninguno de los grupos anteriores, pero cuya actividad profesional pueda influir de forma significativa en el perfil de riesgo del GFIA o de los FIA gestionados.

2.2 Concepto de remuneración a los efectos de las Directrices

La remuneración de los GFIA sujeta al cumplimiento de las Directrices está integrada por cualquier tipo de pago o beneficio que perciban las Personas Sujetas, incluyendo el "carried interest" que, de acuerdo con el artículo 4.1.d) de la Directiva, se define como la participación en los beneficios del FIA que corresponda al GFIA como contraprestación por los servicios de gestión

de los FIA, excluyéndose expresamente aquella participación en beneficios recibida como retorno *pro-rata* por cualquier inversión que el GFIA o las Personas Sujetas realicen en los FIA¹². Según ESMA, dicho retorno debe responder a una inversión efectivamente realizada: por ejemplo, si el GFIA otorga un préstamo a una Persona Sujeta para que esta invierta en uno de los FIA gestionados, dicho préstamo no se consideraría exento¹³ de la aplicación de las Directrices, a menos que hubiera sido devuelto por la Persona Sujeta cuando esta perciba el mencionado retorno.

ESMA considera que el alineamiento entre los intereses del GFIA y de los FIA gestionados y las Personas Sujetas, del que hablaremos posteriormente, se consigue igualmente en el supuesto excluido de la definición de "carried interest", a través de la propia inversión efectuada, sin que sean necesarias salvaguardias adicionales.

En este mismo sentido, se advierte que los vehículos utilizados por las Personas Sujetas para invertir en los FIA y percibir el "carried interest" (por ejemplo, las "Limited Partnerships"), ya sea a cambio de una inversión meramente nominal o de una verdadera coinversión, reciben el mismo tratamiento indicado anteriormente. En consecuencia, si los importes recibidos de estos vehículos únicamente retribuyen la inversión realizada, no estarían sujetos a lo establecido en las Directrices.

El concepto de remuneración comprende tanto elementos fijos (pagos o beneficios no vinculados al cumplimiento de objetivos profesionales) como variables (pagos o beneficios que sí están vinculados al cumplimiento de objetivos profesionales, así como a otros criterios contractuales).

¹⁰ Según EVCA, debería limitarse a jefes de áreas con Funciones de Control.

¹¹ Este personal, según la opinión de EVCA, no debería estar incluido ya que no tiene impacto en el perfil de riesgo, salvo que sean altos directivos, en cuyo caso se entenderían englobados en el apartado 2.

¹² EVCA está de acuerdo en que se tenga en cuenta para alinear intereses, pero no está de acuerdo con la definición, ya que no considera que el *carry* sea remuneración en ningún caso, sino siempre retorno por una inversión. Los servicios de gestión ya se retribuyen vía la comisión de gestión o "management fee".

En general, EVCA entiende que las estructuras típicas de *carry* ya aseguran el cumplimiento de las Directrices, por lo que no haría falta restringir otros instrumentos, como los *bonus*, etc.

Por otra parte, EVCA señala que el retorno no tiene por qué ser *pro-rata*.

¹³ En opinión de EVCA, esto resulta demasiado restrictivo. Los préstamos, normalmente, se otorgan a largo plazo y no tendría sentido aplicar esto al principio. Solo deberían no considerarse exentos si son condonados por el FIA.

Por otra parte, la remuneración puede consistir indistintamente en pagos en metálico o en otros instrumentos, tales como acciones del GFIA o de los FIA gestionados, opciones sobre acciones¹⁴, cancelación de préstamos, contribuciones a planes de pensiones, pagos de "carried interest", o bien en pagos en especie (como descuentos, coches de empresa, teléfonos de empresa, etc.).

Téngase en cuenta que, conforme a las Directrices, al menos el cincuenta (50) por ciento de la remuneración variable deberá consistir en instrumentos ligados a la marcha de los FIA gestionados.

2.3 Principios inspiradores de la remuneración de las Personas Sujetas

Las Directrices desarrollan los principios de la Directiva que deben aplicarse al diseño de las políticas remuneratorias de los GFIA, y que pasamos a resumir a continuación:

2.3.1 Proporcionalidad entre la política remuneratoria y el perfil de riesgo

Este principio persigue que la política remuneratoria se ajuste al perfil de riesgo y a la estrategia de inversión del GFIA y de los FIA gestionados, de manera que la misma sea más o menos sofisticada en función de las características de cada GFIA.

ESMA establece ciertos límites a este principio, para evitar que se convierta en una vía para eludir la aplicación de las Directrices.

Además, la proporcionalidad debe darse en dos (2) planos: entre distintos tipos de GFIA y entre distintas categorías de Personas Sujetas:

1. Proporcionalidad entre distintos tipos de GFIA:
De acuerdo con la Directiva y las Directrices, existen, entre otros, los siguientes criterios para distinguir a unos GFIA de otros:
 - Tamaño: los GFIA se clasifican en función de su capital o valor neto contable, su volumen de pasivos y exposición de riesgos, propia

o de los FIA gestionados, su personal o la existencia de filiales o sucursales.

- Organización interna: se diferencia a los GFIA por su forma jurídica (o la de los FIA que gestionan), la complejidad de su estructura de gobierno interno o por el hecho de que el GFIA o los FIA gestionados coticen en algún mercado regulado.
- Naturaleza, alcance y complejidad de las actividades realizadas: en virtud de este criterio, los GFIA se catalogarían por el tipo de actividades que lleven a cabo (ver artículo 6.4 y apartados 1 y 2 del Anexo I de la Directiva), por su política de inversión propia y la de los FIA que gestionen, por la naturaleza nacional o transfronteriza de sus actividades, o por la gestión adicional de entidades sujetas a las Directivas UCITS.

Estos criterios deben emplearse de forma combinada para evitar que el principio de proporcionalidad quede desvirtuado. Así, por ejemplo, un GFIA puede ser considerado "pequeño" en términos de personal, pero tener un alto nivel de riesgo; o bien un GFIA puede gestionar FIAs de tamaño reducido pero que, tomados de manera agregada, tengan una importancia sistémica.

2. Proporcionalidad entre distintas categorías de Personas Sujetas

Deben tenerse en cuenta las obligaciones que las Personas Sujetas pueden asumir en representación del GFIA, el tamaño de cada categoría de Personas Sujetas y la estructura de la remuneración que reciben las mismas.

2.3.2 Equilibrio entre la situación financiera del GFIA y la remuneración variable

A los efectos de cumplir con los requisitos mínimos fijados por la Directiva en cuanto a la situación financiera de los GFIA (artículo 9), estos deben mantener un equilibrio prudente entre dicha situación

14 EVCA pide que se detalle más el impacto de las *stock options* sobre acciones cotizadas.

financiera y la remuneración variable de las Personas Sujetas.

Si dicho equilibrio peligrase, deberán aplicarse de forma automática mecanismos que permitan restablecerlo¹⁵, como la reducción de la partida de remuneración variable en la medida suficiente o la aplicación de medidas de ajuste de dicha remuneración (por ejemplo, cláusulas de "malus" o "claw back"). La aplicación de dichas medidas no implicará obligación alguna de los GFIA de compensar a las Personas Sujetas o de garantizarles a futuro la obtención, pago o devengo de la remuneración variable que hayan dejado de percibir, a no ser que la situación financiera del GFIA lo permita en los ejercicios siguientes.

2.3.3 Nombramiento¹⁶ de una unidad de supervisión

Conforme a la Directiva, compete a la unidad de supervisión, nombrada por el órgano de administración, el establecimiento, revisión e implementación de las políticas remuneratorias. Dicha unidad estará integrada por personal sin funciones ejecutivas, con los conocimientos y experiencia suficiente a estos efectos. En aquellos GFIA en los que, por su tamaño, naturaleza o complejidad, no exista una unidad de supervisión, las funciones antes descritas corresponderán al órgano de administración.

Sin perjuicio de lo anterior, ESMA señala que la aprobación de la política remuneratoria del GFIA, así como la adopción de las decisiones relativas a la remuneración de los miembros del órgano de administración, puede atribuirse en última instancia a la junta de accionistas del GFIA, a propuesta de la unidad de supervisión, si bien reconoce que el voto de los accionistas puede ser consultivo o vinculante.

La implementación de dichas políticas será objeto, al menos anualmente, de una evaluación interna independiente que determine si las mismas operan satisfactoriamente y si cumplen con la normativa y principios nacionales e internacionales. Si la evaluación realizada fuese negativa, la unidad de supervisión deberá asegurarse de poner en marcha un plan para subsanar las ineficiencias detectadas. Esta evaluación puede ser externalizada o realizada con una menor frecuencia en GFIA pequeños o poco complejos.

Los procedimientos para fijar la remuneración sujeta a las Directrices deben ser claros y transparentes, y estar bien documentados. Así, se debe fijar por escrito el proceso de toma de decisiones, la selección de las Personas Sujetas, las medidas establecidas para evitar conflictos de intereses, los mecanismos de ajuste de riesgos utilizados, etc.

En el ejercicio de sus funciones, la unidad de supervisión debe tener en cuenta la opinión de las restantes áreas del GFIA (gestión de riesgos, cumplimiento normativo, recursos humanos, planificación estratégica, etc.), e involucrarlas en el diseño y planificación de las políticas remuneratorias.

Dichas políticas deben perseguir los siguientes objetivos:

- Alineamiento con la estrategia de negocio, objetivos, valores e intereses del GFIA.
- No alentar excesivamente la asunción de riesgos en comparación con la política de inversión de los FIAs gestionados.
- Permitir al GFIA alinear los intereses de los FIAs y sus inversores con los de las Personas Sujetas,

15 EVCA señala que el *carry*, la parte más importante de la remuneración, no altera la situación financiera del GFIA, porque es pagado por los FIA directamente.

16 EVCA señala que las disposiciones de las Directrices que se refieren al nombramiento de unidades, comités, etc., son muy difíciles de aplicar, ya que la mayoría de GFIA son muy pequeños. En muchos casos, no se puede distinguir entre órgano de administración y altos directivos, ya que suelen ser las mismas personas.

En el caso de la unidad de supervisión, las Directrices piden que incluya miembros con funciones no ejecutivas, los cuales no suelen existir en los GFIA (ni en los de mayor tamaño), e incluso puede que los inversores no lo admitan.

Además, EVCA entiende que sería inapropiado que personal con funciones no ejecutivas sea responsable de proteger los intereses de los inversores.

Por otra parte, en muchas GFIA los altos directivos tienen Funciones de Control.

y conseguir y mantener una situación financiera equilibrada.

La remuneración del órgano de administración debe ser determinada por la unidad de supervisión, que también será responsable, en la medida en que sea compatible con la ley nacional aplicable, del diseño de la remuneración de las Personas Sujetas que reciban las remuneraciones más elevadas.

ESMA recomienda que los miembros de la unidad de supervisión perciban únicamente remuneraciones fijas y, si tuvieran derecho a incentivos, que los mismos estén ajustados a sus funciones de seguimiento y control. Además, se recomienda retener la remuneración variable que, en su caso, perciban, hasta que finalice la duración de su cargo, con el objeto de preservar su independencia.

Cuando el tamaño y complejidad del GFIA no permita la existencia de una unidad de supervisión, no aplicará la recomendación de establecer únicamente remuneraciones fijas para los miembros del órgano de administración que ejerzan las funciones de la unidad de supervisión.

2.3.4 Nombramiento de un comité de remuneraciones

Los GFIA de mayor tamaño (propio o de los FIA que gestionen), estructura interna y complejidad deberán¹⁷ nombrar un comité de remuneraciones responsable de la preparación de cualesquiera decisiones relacionadas con la remuneración de los GFIA, incluyendo aquéllas que puedan tener implicaciones en la gestión de riesgos del GFIA o de los FIA gestionados, cuya adopción corresponde a la unidad de supervisión.

Las Directrices recomiendan, además, que el resto de los GFIA también nombren dicho comité, si bien recogen la siguiente lista no exhaustiva de GFIA

que no requieren el nombramiento del comité de remuneraciones¹⁸:

- GFIA que gestionen FIA con un *portfolio* de inversiones inferior a doscientos cincuenta (250) millones de euros.
- GFIA que sean filiales de instituciones de crédito obligadas al nombramiento de un comité de remuneraciones, siempre que el mismo ejerza sus funciones respecto de todo el grupo de sociedades en el que se integre dicha institución.

Los miembros de este comité serán miembros del órgano de administración que no lleven a cabo funciones ejecutivas, siendo la mayoría de ellos independientes, de manera que quede garantizada la separación del comité respecto de los altos directivos. El Presidente del comité deberá ser, asimismo, independiente y con funciones no ejecutivas.

Además, se recomienda que un número apropiado (no especificado) de sus miembros tenga experiencia suficiente en gestión de riesgos y actividades de control, principalmente en mecanismos de alineamiento entre la estructura de remuneración del GFIA y el capital y perfil de riesgo de este. El Director Financiero del GFIA no deberá asistir a las reuniones del comité en las que se delibere o decida sobre su remuneración.

Funciones:

1. Preparar recomendaciones para la unidad de supervisión, en relación con la remuneración de los miembros del órgano de administración, así como de las Personas Sujetas con salarios más elevados.
2. Dar soporte y asesoramiento de la unidad de supervisión en el diseño de la política general de remuneraciones.

¹⁷ Según EVCA, esto no debería ser obligatorio sino “*comply or explain*”, como sucede con las sociedades cotizadas.

¹⁸ EVCA entiende que se deberían incluir también GFIA gestionados por los propios accionistas, *partnerships* o *limited liability partnerships*; y a GFIA que gestionen FIA con un *portfolio* superior a doscientos cincuenta millones (250 MM) de euros, pero que no tengan unidad de supervisión.

3. Evaluar el nombramiento de consultores externos que la unidad de supervisión haya decidido contratar para recibir asesoramiento o soporte.
4. Apoyar a la unidad de supervisión en el diseño de la política remuneratoria y operar en su nombre.
5. Dedicar una atención específica a la evaluación de los mecanismos adoptados para garantizar que (i) el sistema de remuneración tiene en cuenta todos los tipos de riesgo y liquidez de los activos bajo gestión; (ii) la política remuneratoria global es consistente con la estrategia de negocio, objetivos, valores e intereses del GFIA, de los FIA gestionados y de los inversores de dichos FIA; y (iii) se tienen en cuenta distintos escenarios para comprobar la reacción de la política remuneratoria frente a circunstancias externas e internas, y se contrastan los test realizados¹⁹.
6. Asegurar la involucración de las unidades de control interno y otras áreas, como Recursos Humanos y planificación estratégica, colaborando con los demás comités u órganos cuyas actividades puedan tener un impacto en el diseño y correcto funcionamiento de la política y prácticas remuneratorias.

El comité de remuneraciones podrá acudir a asesoramiento externo o interno para el ejercicio de sus funciones.

Además, las Directrices prevén que el comité de remuneraciones tenga acceso libre a toda la información concerniente al proceso de toma de decisiones de la unidad de supervisión en relación con el diseño e implementación de la política remuneratoria, así como a la información procedente de la unidad de gestión de riesgos y de control, sin que dicho acceso interfiera en las actividades ordinarias del GFIA.

Asimismo, deberá informar a la unidad de supervisión y a la junta de accionistas del GFIA sobre sus actividades.

2.3.5 Personal con Funciones de Control

Se considera que tienen Funciones de Control los miembros de las unidades de control de riesgos, cumplimiento normativo y auditoría interna.

Funciones del personal perteneciente a estas unidades:

1. Participar activamente en el diseño, supervisión continua y revisión de la política remuneratoria del resto de áreas.
2. Colaborar estrechamente con el comité de remuneraciones y las unidades de supervisión y gestión, asistiéndoles en la determinación de la estrategia remuneratoria global aplicable al GFIA que tenga relación con la gestión efectiva de riesgos.
3. Evaluar la manera en que la estructura de la remuneración variable afecta al perfil de riesgo del GFIA. ESMA considera una buena práctica para esta unidad el validar y evaluar datos de ajuste de riesgos y asistir a las reuniones del comité de remuneraciones.
4. Analizar la manera en que la estructura remuneratoria afecta al cumplimiento por parte del GFIA de la legislación y políticas internas.
5. Auditar periódicamente el diseño, implementación y efectos de la política remuneratoria del GFIA.

Remuneración del personal con Funciones de Control:

- El nivel de remuneración del personal con Funciones de Control debe permitir al GFIA contratar personal con la cualificación y experiencia necesaria para el ejercicio de sus tareas.
- Si este personal recibiera remuneración variable, la misma debería basarse, de acuerdo con

¹⁹ Según EVCA, llevar esto a cabo podría resultar demasiado oneroso para los GFIA. Va más allá, por ejemplo, de lo que se pide a las compañías cotizadas en el Reino Unido.

la Directiva, en el logro de objetivos vinculados a sus funciones, independientemente del cumplimiento de objetivos de las áreas que controlan²⁰.

- Asimismo, dicha remuneración variable no debería comprometer la independencia o crear conflictos de interés al personal con Funciones de Control en sus labores de asesoramiento al comité de remuneraciones, unidad de supervisión o de gestión. Si incluyera algún componente basado en criterios de cumplimiento global del GFIA, las Directrices consideran que los riesgos de conflicto de intereses se incrementarían y que, por tanto, dicho riesgos se deberían identificar adecuadamente.
- La remuneración de los altos directivos con Funciones de Control debe ser supervisada por el comité de remuneraciones, de haberlo. Dicha remuneración debe ser diseñada de manera que evite conflictos de interés con las áreas que los altos directivos controlen, por lo que deberá ser evaluada y determinada de manera independiente. El comité de remuneraciones deberá realizar recomendaciones al órgano de administración del GFIA sobre la remuneración de estos altos directivos.

En aquellos GFIA en los que no se necesite disponer de un comité de remuneraciones, conforme a lo indicado anteriormente, la remuneración de los referidos altos directivos será supervisada directamente por la unidad de supervisión, y si esta tampoco existiera, directamente por el órgano de administración.

- En relación con el personal con Funciones de Control que también ejerza funciones en otras áreas, será preciso gestionar adecuadamente los conflictos de control que pudieran surgir.
- Finalmente, la remuneración del personal con Funciones de Control no deberá estar ligada

a la aprobación de transacciones, la toma de decisiones o el asesoramiento en materia de control financiero y de riesgo.

2.3.6 Principio²¹ de alineamiento de intereses

La remuneración de las Personas Sujetas debe estar alineada con una prudente política de asunción de riesgos por parte del GFIA.

En consecuencia, la política remuneratoria de los GFIA debe hacer referencia a la estrategia empresarial del GFIA y a los distintos niveles de tolerancia de riesgos para varios ejercicios, así como a otros valores corporativos, tales como una cultura de cumplimiento de la normativa, criterios éticos, estándares de comportamiento con los inversores, medidas para mitigar los posibles conflictos de intereses, etc.

También debe ser consistente con los perfiles de riesgo, normas o formas de constitución de los FIA gestionados, y con los objetivos establecidos en la estrategia empresarial del GFIA y de los FIA gestionados.

Incluso los GFIA más pequeños o menos sofisticados deberán garantizar que aplican las medidas más idóneas para alinear su política remuneratoria con sus intereses propios, los intereses de los FIA gestionados y los de los inversores de estos.

Las Directrices advierten que la remuneración tiene influencia, directa o indirecta, en el comportamiento de las Personas Sujetas. Así, podría animar a estas a asumir riesgos no deseados o a asumir riesgos de manera irresponsable con la esperanza de generar mayor facturación o beneficio y así incrementar su remuneración. También podría tentarlas a manipular la información para maquillar la consecución de sus objetivos. Por ejemplo, si una parte importante de la remuneración variable consiste en instrumentos de cobro inmediato o está

20 En opinión de EVCA esto es algo difícil de conseguir, ya que el personal con Funciones de Control normalmente también tendrá funciones ejecutivas.

21 En opinión de EVCA, los inversores y gestores de ECRs ya han diseñado políticas de riesgos compartidos e incentivos que aseguran suficientemente el alineamiento de intereses. Los inversores han mostrado su preocupación, ya que entienden que con las Directrices su posición puede ser menos segura que en la actualidad.

vinculada únicamente al beneficio obtenido en cada ejercicio, sin diferimiento en el cobro o sin mecanismos de ajuste de riesgos *ex post* (cláusulas "*malus*" o "*clawback*"), podría constituir un fuerte incentivo para que las Personas Sujetas no apliquen políticas de evaluación de riesgos conservadoras o ignoren la concentración de riesgos o los factores de riesgo en sí (como el riesgo de liquidez o el riesgo de concentración), con el consiguiente peligro para el GFIA en el futuro.

Cuando una parte de la remuneración variable consista en una pensión por jubilación o en un pago a la finalización de la relación contractual, el devengo de la misma deberá estar ligado a la situación económica de los FIA gestionados o a los riesgos asumidos por la Persona Sujeta a largo plazo. Para lograr el alineamiento de intereses, si ello fuera posible de conformidad con la legislación aplicable, estas remuneraciones variables deberían sustituirse por acciones o participaciones de los FIA gestionados o instrumentos equivalentes, o bien por valores o retribuciones en especie equivalentes.

Asimismo, ESMA señala que ambos tipos de remuneración únicamente deberían cobrarse transcurrido un período de retención de cinco (5) años²².

Prácticas prohibidas:

1. Indemnizaciones por despido ("*golden parachutes*") no ligadas al cumplimiento de objetivos o a la aplicación de mecanismos de ajuste de riesgo:

ESMA condena este tipo de indemnizaciones por favorecer en exceso la asunción de riesgos, entendiendo que los mismos deberían estar vinculados al cumplimiento de objetivos y no retribuir el fracaso o la mala gestión.

Sí procede su pago, sin embargo, si se produce la terminación de la relación contractual como consecuencia de cambios en la estrate-

gia empresarial del GFIA o de los FIA gestionados, o en casos de cambio de control del GFIA. Se considera una buena práctica en estos casos diferir el cobro de remuneraciones variables pendientes o de planes incentivos a largo plazo hasta que hubieran debido cobrarse de acuerdo con lo pactado inicialmente por las partes.

2. Estrategias para recuperar los importes detraídos de la remuneración variable como consecuencia de la aplicación de mecanismos de ajuste ("*personal hedging*").

Tales estrategias podrían consistir, por ejemplo, en la suscripción de un contrato con un tercero en virtud del cual este se comprometa a pagar a la Persona Sujeta, de forma directa o indirecta, lo que esta haya dejado de percibir como consecuencia de la aplicación de los referidos ajustes (por ejemplo, un contrato de opción o un derivado).

Otra estrategia sería la contratación de una póliza de seguros que indemnice a la Persona Sujeta en caso de aplicación de los mencionados ajustes.

A los efectos de lograr un mayor alineamiento de intereses, las políticas de retribución variable deben ser totalmente flexibles, de manera que la retribución variable se reduzca en caso de no cumplir objetivos y que incluso pueda quedar reducida a cero (0) en determinados casos. No obstante, si los resultados obtenidos son mejores de lo esperado inicialmente, ESMA se considera que la remuneración variable no debe aumentar.

Procedimientos para lograr el alineamiento de intereses:

1. Vincular la percepción de la retribución variable a la consecución de objetivos, tanto del GFIA como de las Personas Sujetas y de los FIA gestionados. Dichos objetivos tienen que estar en consonancia con el riesgo que el GFIA quiera

22 En opinión de EVCA, este plazo puede contravenir las legislaciones nacionales.

asumir y la política de inversiones de los FIA gestionados.

2. Evaluar el cumplimiento de objetivos en un período pluri-anual, que ponga dichos objetivos en consonancia con la vida de los FIA gestionados y los riesgos de inversión de estos. El equilibrio entre objetivos y horizonte temporal será diferente en función del tipo de FIA gestionado y la actividad desempeñada por la Persona Sujeta.
3. Aplicar mecanismos de ajuste con carácter previo al cobro de la remuneración variable, de manera que la retribución variable se devengue pero no se cobre inmediatamente.
4. Diferir el cobro de, al menos, una parte de la remuneración variable a largo plazo (como mínimo, de tres -3- a cinco -5- años), hasta que se haya podido evaluar el cumplimiento de objetivos, teniendo en cuenta la evolución del GFIA a lo largo del tiempo y los mecanismos de ajuste *ex post* que se hayan tenido que aplicar.

El diferimiento se puede combinar con un calendario de plazos de devengo no inferiores a un (1) año. Asimismo, el cobro debe producirse, al menos, un (1) año después del devengo.

Las Directrices recomiendan diferir el cobro de entre el cuarenta (40) por ciento y el sesenta (60) por ciento de la remuneración variable, en función de la categoría a la que pertenezca la Persona Sujeta.

El diferimiento del cobro será mayor o menor en función de la categoría a la que pertenezca la Persona Sujeta.

La parte diferida debe consistir en metálico e instrumentos ligados a la marcha de los FIA gestionados a partes iguales.

5. Establecer criterios de cumplimiento ajustados a la capacidad de decisión de la Persona Sujeta. Por ejemplo, los altos directivos deberán

tener objetivos vinculados al cumplimiento del GFIA en su conjunto, mientras que los de los jefes de área deberán estar en función del cumplimiento de objetivos por parte del área en cuestión.

6. Aplicar criterios cuantitativos (financieros) y cualitativos (no financieros) en el diseño de la política de retribución variable. De acuerdo con las Directrices, los criterios cuantitativos (por ejemplo, fórmulas matemáticas para determinar la remuneración variable en función de la tasa interna de retorno o el EBITDA obtenido, etc.) tienen una influencia más directa en el comportamiento de las Personas Sujetas, pero no son suficientes por sí solas para controlar todos los riesgos o para ajustar la remuneración variable.

Por su parte, la aplicación de criterios cualitativos (por ejemplo, cumplimiento de resultados estratégicos, de la política de riesgos, capacidades de liderazgo, trabajo en equipo, etc.) depende de elementos de juicio subjetivos, que pueden redundar en falta de transparencia. Para evitar esto se debe:

- Establecer por escrito los parámetros y elementos clave en los que se basará la aplicación de los límites cualitativos.
- Documentar de forma clara y completa la adopción de medidas de ajuste de riesgos.
- Involucrar en su aplicación a expertos en funciones de control.
- Establecer niveles adecuados de aprobación de estas medidas (por parte del órgano de administración, de la unidad de supervisión o del comité de remuneraciones).
- Controlar las motivaciones personales de las personas que evalúen el cumplimiento de estos criterios (por ejemplo, mediante el uso de tarjetas de puntuación, que ayuden a objetivar la aplicación de dichos criterios).

La combinación de criterios cuantitativos y cualitativos debe ajustarse a cada categoría de Personas Sujetas.

Por otra parte, las Directrices advierten que, a la hora de diseñar las políticas de retribución variable, es preciso tener en cuenta los siguientes parámetros:

1. Se deben considerar todo tipo de riesgos, no solo los riesgos generales del GFIA, sino también los riesgos de los FIA gestionados, de las unidades de negocio que conforman el GFIA, de las propias Personas Sujetas, e incluso riesgos tan difíciles de medir como el riesgo reputacional u operacional, y seleccionar solo aquellos que sean relevantes.
2. Hay que aplicar medidas absolutas, basadas en el cumplimiento objetivo del propio GFIA o de los FIA gestionados, como medidas relativas que, comparan el cumplimiento del GFIA o de la Persona Sujeta con sus iguales ("peers") en el sector. Asimismo, se pueden articular medidas de cumplimiento interno (por ejemplo, beneficios) o externo (por ejemplo, precio por acción del GFIA). Estas últimas se consideran menos susceptibles de ser manipuladas.
3. El cobro²³ de cualquier remuneración variable ligada a la gestión de un FIA no debe producirse hasta que los inversores hayan recuperado el capital comprometido y el "hurdle rate" que se haya fijado. Además, deben articularse mecanismos de depósito ("clawback") de la remuneración variable hasta que se haya liquidado el FIA correspondiente.

2.3.7 Publicación de información relativa a la política remuneratoria²⁴

En relación con este apartado, ESMA desarrolla la obligación contenida en la Directiva, consistente en la publicación de la siguiente información mínima en la información financiera anual de los FIA:

- La remuneración total pagada por el GFIA a las Personas Sujetas, distinguiendo entre remuneración fija y variable, e indicando el número de beneficiarios y, en su caso, el "carried interest" pagado por el FIA.
- La remuneración agregada de las Personas Sujetas con capacidad para producir un impacto material en el perfil de riesgo del FIA, distinguiendo entre altos directivos y el resto de las Personas Sujetas.

Asimismo, hace suyas las conclusiones de la Recomendación 2009/384 de la Comisión Europea, sobre las políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros, que recoge la conveniencia de publicar periódicamente (sin especificar en qué documentación) la siguiente información relativa a la política remuneratoria:

- Proceso de toma de decisiones para fijar la política remuneratoria, incluyendo información sobre la composición y funciones de un comité de remuneraciones, el nombre del consultor externo que, en su caso, se haya contratado para ello y el papel de los principales interesados.

En relación con esto, ESMA considera que debe facilitarse información, asimismo, sobre el alcance territorial de la política remuneratoria y las categorías de personal que se consideran Personas Sujetas, así como los criterios para determinar quiénes deben ser Personas Sujetas.

- Relación entre el pago de la remuneración y cumplimiento de objetivos.

Ello incluye, según ESMA, identificar los parámetros utilizados para establecer los objetivos y el diseño y estructura de la política remuneratoria. También deben publicarse los distintos componentes de la remuneración variable, qué categorías de Personas Sujetas tienen derecho a cada uno de ellos y los criterios para diferir el cobro de la misma.

23 En opinión de EVCA, esta estructura de carry es muy restrictiva. Hay otras estructuras pactadas entre los perceptores de carry y los FIA que también cumplen con el espíritu de las Directrices.

24 EVCA entiende que la información debe facilitarse a los inversores de más peso, pero no al mercado.

- Criterios utilizados para medir el cumplimiento de objetivos y el ajuste de riesgos.

ESMA añade, además, la conveniencia de identificar los riesgos, actuales y futuros, y las medidas de ajuste establecidas para dichos riesgos.

- Criterios de cumplimientos en que se basa el derecho a recibir acciones, opciones sobre acciones u otros componentes de la remuneración.
- Principales parámetros de percepción de *bonus* u otros instrumentos que no sean metálico.

ESMA apunta que los GFIA/FIA de menor tamaño o complejidad únicamente deberían publicar determinada información cualitativa y una muy limitada información cuantitativa. En cualquier caso, se deberá revelar la manera en que se ha aplicado el principio de proporcionalidad en relación a la política remuneratoria.

Asimismo, indica que la información debe publicarse al menos anualmente, y tan pronto como la misma esté disponible.

La información pública debe incluir, además, los criterios cuantitativos y cualitativos utilizados para establecer la remuneración variable.

Finalmente²⁵, ESMA señala que debe facilitarse también al personal del GFIA al menos la misma información en materia de remuneración que se haga pública.

3. Regulación del Venture Capital

2.1 Reglamento sobre Fondos de Capital-Riesgo Europeos (FCRE)

Como ya hemos señalado, en el mundo anglosajón se distingue entre capital inversión (*private equity*) y capital desarrollo o capital-riesgo (*venture capital*). El capital-riesgo desempeña hasta el momento un papel menor en

la financiación de las PYME. Estas entidades se financian en Europa, en aproximadamente un ochenta (80) por ciento, mediante préstamos bancarios. A nadie se le escapa que durante los últimos años la financiación bancaria es mucho más escasa y con unos intereses mucho más elevados que los que había antes del comienzo de la crisis crediticia.

En Europa sólo hay un dos (2) por ciento de fondos especialistas en capital-riesgo, mientras que en Estados Unidos ese porcentaje se eleva al catorce (14) por ciento.

Así, en el período que va entre 2003 y 2011, en Estados Unidos se invirtieron ciento treinta y un mil millones (131.000 MM) de euros en empresas del sector de *venture capital*, mientras que durante el mismo período en Europa solo se invirtieron veintiocho mil millones (28.000) de euros. A su vez, el volumen medio de un fondo de *venture capital* en Estados Unidos se sitúa en ciento treinta millones (130 MM) de euros, mientras que en Europa lo hace en sesenta (60 MM) millones de euros. El peso del capital-riesgo como medio de financiación equivale al 0.14% del PIB estadounidense, mientras que en Europa solo equivale al 0.03%.

Del total de ECR existentes en Europa, la gran mayoría (un 85.4%) hacen capital inversión (empresas maduras y compras con apalancamiento) y solo una minoría (14.6%) invierten en capital-riesgo (fase inicial o de crecimiento).

En virtud de lo que acabamos de señalar, parece evidente la necesidad de buscar otras fuentes de financiación para este tipo de entidades.

Si analizamos este sector en Europa, vemos que es un sector fragmentado y disperso en comparación, por ejemplo, a lo que sucede en Estados Unidos. Ello implica que es un sector que resulta difícil y costoso para que grandes patrimonios, fondos de pensiones o empresas de seguros realicen inversiones en empresas de este tipo. El sec-

25 EVCA se opone ya que estima que a la mayoría del personal no le concierne esta información.

tor de capital-riesgo es un sector parcialmente regulado en Europa, si bien lo está en una minoría de países.

Con el objetivo de dinamizar el sector y de facilitar la inversión en empresas europeas en desarrollo, en diciembre de 2011 se publicó una propuesta de borrador para regular el sector del capital-riesgo en Europa.

El objetivo de dicho texto es establecer los requisitos relativos a:

- la cartera de inversiones;
- las técnicas de inversión;
- las empresas en las que podrán invertir los FCRE;
- las normas uniformes sobre categorías de inversores a los que podrán dirigirse los FCRE;
- la organización interna de los gestores que los comercialicen;
- los requisitos uniformes en materia de registro y pasaporte válido para toda la Unión Europea;
- etc.,

Para que todos ellos puedan competir en igualdad de condiciones.

Asimismo, se propone un examen de los obstáculos fiscales existentes, con el fin de removerlos, si bien a la vez se tratará de impedir el fraude y la evasión fiscal.

Otro de los objetivos que se persigue con la aprobación de dicho texto es el de garantizar la existencia de flujos de capital eficientes para los FCRE y las PYME en la Unión Europea.

Con vistas a lograr dicho objetivo, se propone la creación de un instrumento consistente en la creación de un pasaporte de capital-riesgo, en el ánimo de que el mismo permita reducir costes, proporcionar nuevas posibilidades de captación de capital y de negocio y todo ello implique la existencia y el flujo de más fondos para las PYME innovadoras y de reciente creación.

Se pretende, asimismo, establecer normas uniformes sobre:

- la composición de la cartera de los FCRE;
- los instrumentos de inversión admisibles;
- los destinatarios posibles de las inversiones, así como;
- las categorías de inversores considerados admisibles para invertir en FCRE.

La autoridad competente en relación a la regulación de los FCRE sería la del Estado miembro de origen gestor del fondo.

En cuanto al ámbito de aplicación previsto, se establece que aplicará a los gestores de organismos de inversión colectiva establecidos en la Unión Europea y registrados ante las autoridades competentes de su Estado miembro de origen que gestionen carteras que no superen los QUINIENTOS MILLONES (500 MM) de euros.

Sobre los fondos admisibles, se exigía hasta el momento²⁶ que serán aquellos que dediquen al menos un setenta (70) por ciento del total agregado de sus aportaciones de capital y del capital comprometido no exigido a invertir en PYME (pudiendo invertir hasta un treinta -30- por ciento en el mercado secundario). Podrán emitir instrumentos de capital o cuasi capital directamente para el inversor de capital-riesgo. Los gastos operativos del fondo irán con cargo al restante treinta (30) por ciento.

En lo relativo a la comercialización de los FCRE, se prevé que podrá hacerse entre inversores reconocidos como inversores profesionales (de conformidad con la definición que al respecto establece la Directiva 2004/39/CE). Se permitirá asimismo que se comercialicen a otros inversores bajo ciertas condiciones; así, por ejemplo, particulares con grandes patrimonios, siempre y cuando aporten un mínimo de CIEN MIL (100.000) euros al FCRE y siempre y cuando el gestor del fondo siga determinados procedimientos.

26 Esta cuestión ha sido modificada de conformidad con lo señalado en el apartado 3.3 posterior.

3.2 Aspectos legales relevantes

Hay una serie de cuestiones en relación al texto publicado que resultan relevantes desde la perspectiva legal. Así por ejemplo, las relativas a:

- Valoración y porcentaje
- Posteriores rondas de financiación
- Propiedad Industrial/Propiedad intelectual
- Equipo gestor
- Internacionalización

Los aspectos relativos a las cuestiones anteriores deberán irse tratando de aclarar en posteriores textos.

3.3 Última Hora

El borrador preparado por la Comisión Europea está ahora siendo examinado por el Parlamento y el Consejo. En estos momentos no se ha adoptado un acuerdo final sobre el texto todavía.

Por su parte, el Parlamento ha votado un texto el 13 de septiembre de 2012. Este texto es el resultado de un acuerdo preliminar alcanzado entre la Comisión, el Parlamento y el Consejo antes del verano. Su intención, entre otras cuestiones, era introducir la figura del depositario, algo que no ha conseguido dado que supondría una carga demasiado pesada para este tipo de entidades.

El principal problema en estos momentos es el relativo a los paraísos fiscales (artículo 3, letras (a) y (d)), en el que se menciona las entidades que pueden ser consideradas como FCRE y empresas que pueden ser consideradas como entidades aptas.

A su vez, la cuestión relativa a la fiscalidad es una cuestión esencial para los Estados miembros. Por ello, la discusión sobre este texto ha sufrido un parón, no obstante lo cual la presidencia chipriota está haciendo lo posible para conseguir avances en relación a este tema.

Como hemos señalado más arriba, hasta el momento la propuesta establecía que para que una entidad calificase como FCRE debería invertir un setenta (70) por ciento en activos aptos. Esta demanda ha sufrido una variación ya que ahora, de conformidad con lo señalado en el texto votado en el Parlamento Europeo, se exige que no se podrá invertir más de un treinta (30) por ciento en activos no aptos.

Por otra parte, en cuanto a la definición de inversores cualificados, se establece una excepción en relación al requisito de invertir un mínimo de CIEN MIL (100.000) euros; así, los ejecutivos, administradores y empleados involucrados en la gestión de los fondos estarían exentos de invertir tal cantidad, pudiendo, por tanto, llevar a cabo una inversión inferior sin que ello ponga en riesgo la calificación del FCRE como tal.