

## I

(Resoluciones, recomendaciones y dictámenes)

## DICTÁMENES

## BANCO CENTRAL EUROPEO

## DICTAMEN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

de 16 de octubre de 2009

sobre una propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2004/39/CE y 2009/.../CE

(CON/2009/81)

(2009/C 272/01)

**Introducción y fundamento jurídico**

1. El 3 de junio de 2009 el Banco Central Europeo (BCE) recibió del Consejo de la Unión Europea una solicitud de dictamen sobre una propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2004/39/CE y 2009/.../CE <sup>(1)</sup> (en adelante, la «directiva propuesta»).
2. La competencia consultiva del BCE se basa en el primer guión del apartado 4 del artículo 105 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. De acuerdo con la primera frase del artículo 17.5 del Reglamento interno del Banco Central Europeo, el presente dictamen ha sido adoptado por el Consejo de Gobierno.

**Observaciones generales**

3. El BCE apoya el objetivo de armonizar el marco regulador y supervisor de las actividades de los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) en la Unión Europea. En principio, las disposiciones propuestas en materia de información a las autoridades competentes contribuirán notablemente a mejorar el seguimiento de la estabilidad financiera y disponer así de evaluaciones mejor fundadas de los riesgos para la estabilidad financiera de las actividades de los GFIA y de los fondos de inversión alternativos (FIA) que gestionan. La armonización normativa y el pasaporte consiguiente favorecerán la integración financiera al garantizar una mayor igualdad de condiciones en la UE.
4. El BCE insta a la Comisión de las Comunidades Europeas a mantener el diálogo con sus socios internacionales, en particular Estados Unidos, a fin de asegurar un marco regulador y supervisor coherente a nivel mundial. Como se dice en la contribución del Eurosistema a la consulta de la Comisión sobre los fondos de inversión libre, es necesaria una respuesta internacional coordinada, dado el alto grado de internacionalidad del sector y los riesgos consiguientes de arbitraje reglamentario e incumplimiento de normas <sup>(2)</sup>. Ello podría contribuir a asegurar la equivalencia entre los requisitos de los GFIA en terceros países y en la UE y a asegurar que los GFIA no domiciliados en la UE tuvieran acceso a los mercados de la UE en virtud del principio de reciprocidad.

<sup>(1)</sup> COM(2009) 207 final.

<sup>(2)</sup> «Eurosysteem contribution to the European Commission's consultation on hedge funds», 25 de febrero de 2009, p. 3 (disponible en inglés en la dirección del BCE en internet: <http://www.ecb.europa.eu>).

5. Según el considerando 3 de la directiva propuesta, uno de sus principales objetivos es establecer un marco que permita hacer frente a los riesgos de los FIA para «los inversores, los demás participantes en el mercado y los mercados», «atendiendo a la diversidad de las estrategias de inversión y técnicas empleadas por los GFIA». Se observa en este punto que la directiva propuesta afectaría a todo fondo de inversión no comprendido en el ámbito de aplicación de la Directiva 2009/.../CE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (refundición) <sup>(1)</sup>, como los fondos de inversión libre, los fondos de materias primas, los fondos inmobiliarios de capital variable, los fondos cotizados de capital fijo, los fondos de capital inversión y los fondos de capital riesgo. Dichos fondos constituyen un grupo heterogéneo de fondos de inversión que se organizan jurídicamente de diversas formas en distintos países pertenecientes o no a la UE. En este punto, las disposiciones de la directiva propuesta podrían redactarse de manera que reflejara mejor las diferencias esenciales entre los FIA.
6. Todos los bancos centrales deberían excluirse expresamente del ámbito de aplicación de la directiva propuesta.
7. Con carácter más general, el BCE observa un riesgo potencial de arbitraje reglamentario entre GFIA, empresas de seguro y entidades de crédito, entre los que la directiva propuesta no establece una igualdad de condiciones. Salvo por lo que se refiere a la gestión por los GFIA de su activo propio, los requisitos de la directiva propuesta deberían aplicarse uniformemente a GFIA, entidades de crédito y empresas de seguro. Asimismo, la directiva propuesta no especifica los criterios de idoneidad ni la experiencia mínima exigibles a los directivos principales y a los ejecutivos de los GFIA. Por razones de igualdad de trato, el BCE propone por tanto introducir disposiciones al efecto en la directiva propuesta que sean acordes con disposiciones análogas introducidas en otras áreas del acervo financiero de la UE.
8. El BCE observa que ciertas disposiciones de la directiva propuesta (por ejemplo las relativas a ventas en descubierto, titulización y adquisición del poder de control en sociedades) regulan cuestiones horizontales que afectan a todos los participantes en el mercado y no solo a los GFIA. El BCE comprende el fundamento de algunas de esas disposiciones, pero sugiere que se estudie su incorporación exclusivamente por medio de una legislación que mantenga la igualdad de condiciones entre los diversos participantes en el mercado, por ejemplo incluyéndolas en la actual legislación comunitaria aplicable a todos los sectores.
9. El BCE celebra en principio las disposiciones relativas a las obligaciones de información de los GFIA (que deben facilitar información de gran calidad a las autoridades competentes) y los mecanismos de intercambio de información entre las autoridades supervisoras. Sin embargo, el BCE propone que se haga un análisis en profundidad a fin de enfocar las obligaciones de información a datos que quepa razonablemente esperar que sean pertinentes para el seguimiento de la estabilidad financiera, asegurar la compatibilidad de las obligaciones de información con el marco jurídico que establezca la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) y el Sistema Europeo de Supervisores Financieros, y permitir a estos organismos obtener la información de supervisión necesaria para cumplir sus funciones respectivas <sup>(2)</sup>. Aunque las obligaciones de información enfocadas que resulten de dicho análisis deberían reflejarse en la directiva propuesta, sería también posible una mayor especificación mediante la comitología. El BCE está dispuesto a prestar su asistencia en el análisis.
10. Podría también prestarse la debida atención a adaptar ciertas obligaciones de información a las autoridades competentes (establecidas en los proyectos de artículos 21 y 24) a las establecidas en el Reglamento BCE/2007/8, de 27 de julio de 2007, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión <sup>(3)</sup>. Este reglamento, que se aplica actualmente a los fondos de inversión residentes en la zona del euro, permite recopilar estadísticas de balances armonizadas. La adaptación a estas obligaciones de información y el uso de un formulario uniforme para todos los FIA comprendidos en el ámbito de aplicación de la directiva propuesta contribuiría a la evaluación del riesgo sistémico a nivel de toda la UE, además de minimizar la carga informadora adicional de los FIA que ya facilitan esa información. Aunque la directiva propuesta debería especificar las normas fundamentales aplicables a los modelos de negocio seguidos por los GFIA, el BCE apoyaría además el recurso a procedimientos de comitología para concebir algunas de las disposiciones más técnicas y detalladas

<sup>(1)</sup> Aún no publicada en el Diario Oficial.

<sup>(2)</sup> Comunicación de la Comisión — Supervisión financiera europea, 27.5.2009, COM(2009) 252 final (disponible en <http://www.eur-lex.europa.eu>).

<sup>(3)</sup> DO L 211 de 11.8.2007, p. 8.

encaminadas a normalizar a nivel de la UE la información a que se refieren los proyectos de artículos 21 y 24. Así, las partidas comprendidas en las exigencias de información podrían incluir, por ejemplo, datos del balance del FIA basados en el Reglamento BCE/2007/8, estados de ingresos, estados y proyecciones de tesorería (incluidas fuentes de financiación primarias, lista de intermediarios principales, y medidas de liquidez de contingencia en distintos supuestos), restricciones al rescate por los inversores, activos mantenidos utilizando una valoración mediante modelos, apalancamiento, posiciones en derivados (incluidos importes notariales y activos de garantía aportados), activos ilíquidos y activos de calidad inferior, y recurso a ventas en descubierto. El BCE espera que se consulten a la JERS las medidas de aplicación que se adopten en este ámbito.

11. El concepto de apalancamiento es fundamental en la aplicación de los modelos de negocio de muchos GFIA. En la directiva propuesta, la definición de «apalancamiento» no incluye sin embargo un concepto específico de ratio de apalancamiento. Preocupa al BCE que, sin más clarificación en el texto de la directiva propuesta, resulte difícil aplicar la definición propuesta. Las medidas de aplicación en este ámbito deberían aprovechar el conocimiento técnico de los bancos centrales y de los supervisores distintos de los bancos centrales. Por ello, el BCE espera que se consulte a la JERS y al Sistema Europeo de Supervisores Financieros toda medida de aplicación que se adopte en este ámbito, inclusive, conforme se propone en la 7ª modificación contenida en el anexo, posibles medidas que clarifiquen el concepto de «apalancamiento», así como la especificación de cuándo un FIA presenta sistemáticamente elevados niveles de apalancamiento.
12. El apartado 3 del artículo 25 de la directiva propuesta dispone que la Comisión adopte disposiciones de aplicación que fijen límites al nivel de apalancamiento que puedan utilizar los GFIA, atendiendo, entre otras cosas, al tipo de FIA, su estrategia de inversión y las fuentes de su apalancamiento. El BCE reconoce que el apalancamiento puede suponer riesgos considerables para la estabilidad financiera. Por su flexibilidad inversora, los GFIA pueden desempeñar una importante función de apoyo a la liquidez del mercado financiero y contribuir así a un funcionamiento de este mercado, y a una formación de precios, eficientes. Preservar esta función exige aplicar a los FIA unos límites de apalancamiento equilibrados y debidamente ajustados al riesgo, que tengan en cuenta plenamente el perfil de riesgo de los FIA sin obstaculizar demasiado su flexibilidad inversora.
13. El BCE está dispuesto, si procede, a ofrecer opiniones complementarias acerca de cualquier proyecto revisado que se adopte. En el anexo del presente dictamen figuran las propuestas de redacción específicas, acompañadas de explicaciones, correspondientes a las recomendaciones del BCE encaminadas a modificar la directiva propuesta. La mayoría de estas propuestas de redacción no reflejan las observaciones más generales que anteceden.

Hecho en Fráncfort del Meno, el 16 de octubre de 2009.

*El presidente del BCE*

Jean-Claude TRICHET

---

## ANEXO

## Propuestas de redacción

Texto que propone la Comisión	Modificaciones que propone el BCE (1)
<b>1ª modificación</b>	
Apartado 2 del artículo 2 (nueva letra h)	
<p>«2. La presente Directiva no se aplicará a: [...].»</p>	<p>«2. La presente Directiva no se aplicará a: [...]</p> <p><b>h) los bancos centrales nacionales de los Estados miembros.»</b></p>
Explicación:	
<p>La letra g) del apartado 2 del artículo 2 de la directiva propuesta excluye al BCE, entre otras instituciones, del ámbito de aplicación de la directiva propuesta. Los bancos centrales nacionales del Sistema Europeo de Bancos Centrales también deben ser expresamente excluidos ya que, vistos sus objetivos y funciones, no constituyen fuentes de riesgo que justifiquen su inclusión en la directiva propuesta.</p>	
<b>2ª modificación</b>	
Final del artículo 3	
	<p><b>«La Comisión adoptará medidas de aplicación que clarifiquen la definición de „apalancamiento“ del primer párrafo.</b></p> <p><b>Las medidas destinadas a modificar elementos no esenciales de la presente Directiva completándola, se adoptarán conforme al procedimiento de reglamentación con control a que se refiere el apartado 3 del artículo 49.»</b></p>
Explicación:	
<p>Convendría clarificar la definición de «apalancamiento».</p>	
<b>3ª modificación</b>	
Artículo 8	
<p>«Artículo 8</p> <p>Revocación de la autorización</p> <p>Las autoridades competentes podrán revocar la autorización concedida a un GFIA cuando éste:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) haya obtenido la autorización valiéndose de declaraciones falsas o de cualquier otro medio irregular;</li> <li>2) deje de reunir las condiciones a las que la autorización esté vinculada;</li> <li>3) haya infringido grave o sistemáticamente las disposiciones adoptadas en cumplimiento de la presente Directiva.»</li> </ol>	<p>«Artículo 8</p> <p>Revocación de la autorización</p> <p>Las autoridades competentes podrán revocar la autorización concedida a un GFIA cuando éste:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) haya obtenido la autorización valiéndose de declaraciones falsas o de cualquier otro medio irregular;</li> <li>2) deje de reunir las condiciones a las que la autorización esté vinculada;</li> <li>3) haya infringido grave o sistemáticamente las disposiciones adoptadas en cumplimiento de la presente Directiva.</li> </ol> <p><b>La revocación de la autorización tendrá efecto inmediato y se anunciará sin demora.</b></p> <p><b>La Comisión adoptará medidas de aplicación que especifiquen el momento y los destinatarios del anuncio de revocación de la autorización del primer párrafo.</b></p> <p><b>Las medidas destinadas a modificar elementos no esenciales de la presente Directiva completándola, se adoptarán conforme al procedimiento de reglamentación con control a que se refiere el apartado 3 del artículo 49.»</b></p>

Texto que propone la Comisión	Modificaciones que propone el BCE (1)
-------------------------------	---------------------------------------

*Explicación:*

En muchos contratos de préstamo y contratos marco se estipulan supuestos de incumplimiento que permiten a las partes rescindir el contrato o la operación efectuada en virtud del contrato marco. La revocación de la autorización es un supuesto de incumplimiento estándar. A fin de que la revocación de la autorización de un GFIA no origine un proceso de rescisión desordenado, que bien puede además tener diversos efectos en distintos Estados miembros, convendría especificar que los efectos prácticos de la revocación son los mismos en toda la UE, en particular por lo que respecta a cuándo y a quién se anuncia la revocación y cuándo tiene efecto. El BCE propone que la Comisión adopte medidas de aplicación por el procedimiento de comitología a fin de especificar cuándo y a quién debe anunciarse la revocación de la autorización.

Y lo mismo sostendría el BCE respecto de la infracción de las «condiciones de ejercicio de la actividad de los GFIA», establecidas en el capítulo III de la directiva propuesta, en caso de que constituyeran un supuesto de incumplimiento o desencadenaran otros derechos contractuales o legales de rescisión.

**4ª modificación**

## Apartado 3 del artículo 16

«3. Las normas aplicables a la valoración de los activos y el cálculo del valor de inventario neto de cada participación en el FIA serán las previstas en la legislación del país en que esté domiciliado el FIA o en el reglamento o los documentos constitutivos del FIA.»	«3. Las normas aplicables a la valoración de los activos y el cálculo del valor de inventario neto de cada participación en el FIA serán las <del>previstas en</del> <b>aplicables conforme a la</b> legislación del país en que esté domiciliado el FIA o <del>en</del> el reglamento o los documentos constitutivos del FIA.»
--	---

*Explicación:*

Los Principios de contabilidad generalmente aceptados de Estados Unidos no se recogen en la legislación de ese país, y lo mismo puede suceder en otros países. Por tanto, puede no ser posible aplicar el apartado 3 del artículo 16 en su actual redacción.

**5ª modificación**

## Apartado 3 del artículo 17

«El depositario será una entidad de crédito cuyo domicilio social se sitúe en la Comunidad y que estará autorizada de conformidad con la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición).»	«El depositario será una entidad de crédito cuyo domicilio social se sitúe en la Comunidad y que estará autorizada de conformidad <b>con el derecho interno o</b> con la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición).»
--	--

*Explicación:*

La modificación amplía la definición de depositario al menos hasta incluir las entidades de crédito autorizadas conforme al derecho interno, en lugar de solo las entidades de crédito autorizadas por la Directiva 2006/48/CE.

**6ª modificación**

## Letra d) del apartado 1 del artículo 18

«d) el GFIA deberá demostrar que el tercero está cualificado y capacitado para llevar a cabo las funciones consideradas, que ha sido seleccionado con el debido esmero y que el propio GFIA se halla en condiciones de controlar de forma efectiva en cualquier momento la actividad delegada, de dar en todo momento nuevas instrucciones al tercero y de revocar la delegación con efecto inmediato cuando ello redunde en interés de los inversores.»	«d) el GFIA deberá demostrar que el tercero está cualificado y capacitado para llevar a cabo las funciones consideradas, que ha sido seleccionado con el debido esmero y que el propio GFIA se halla en condiciones de controlar de forma efectiva en cualquier momento la actividad delegada, de dar en todo momento nuevas instrucciones al tercero y de revocar la delegación con efecto inmediato cuando ello redunde en interés de los inversores <b>al tiempo que la sustituye por otras disposiciones de delegación compatibles con el apartado 3 del artículo 6.</b> »
--	--

*Explicación:*

Por coherencia con el apartado 3 del artículo 6 de la directiva propuesta, que requiere que la autorización del GFIA englobe «cualesquiera disposiciones de delegación adoptadas por el GFIA», la modificación propuesta pretende exigir que existan disposiciones de delegación alternativas para el caso de que el GFIA tuviera que revocar la delegación «con efecto inmediato».

Texto que propone la Comisión	Modificaciones que propone el BCE (1)
<b>7ª modificación</b>	
Final del artículo 22	
<p>«A efectos de lo dispuesto en el párrafo segundo, se considerará que un FIA presenta sistemáticamente elevados niveles de apalancamiento cuando el apalancamiento combinado de todas las fuentes supere el valor del patrimonio del FIA en dos de los cuatro últimos trimestres.»</p>	<p><del>«A efectos de lo dispuesto en el párrafo segundo, se considerará que un FIA presenta sistemáticamente elevados niveles de apalancamiento cuando el apalancamiento combinado de todas las fuentes supere el valor del patrimonio del FIA en dos de los cuatro últimos trimestres.»</del></p> <p><b>La Comisión adoptará medidas de aplicación que especifiquen las circunstancias en que deba considerarse que un FIA presenta sistemáticamente elevados niveles de apalancamiento.</b></p> <p><b>Las medidas destinadas a modificar elementos no esenciales de la presente Directiva completándola, se adoptarán conforme al procedimiento de reglamentación con control a que se refiere el apartado 3 del artículo 49.»</b></p>
Explicación:	
<p>El artículo 22 de la directiva propuesta tendría el efecto práctico de considerar que la gran mayoría de los FIA presentan sistemáticamente elevados niveles de apalancamiento, pues su apalancamiento combinado sería a menudo superior a su activo neto (mejor que su «patrimonio») y podría no proporcionar el punto de referencia adecuado en el contexto de los fondos. El BCE considera preferible que esta cuestión técnica la resuelva la Comisión adoptando medidas de aplicación por el procedimiento de comitología con la debida participación de los supervisores y otras autoridades competentes.</p>	
<b>8ª modificación</b>	
Apartado 8 del artículo 33	
<p>«8. Los GFIA únicamente podrán comercializar participaciones de un FIA domiciliado en un tercer país entre inversores profesionales domiciliados en un Estado miembro distinto del Estado miembro de origen del GFIA a partir de la fecha a que se refiere el artículo 54, apartado 1, párrafo segundo.»</p>	<p>«8. Los GFIA únicamente podrán comercializar participaciones de un FIA domiciliado en un tercer país entre inversores profesionales domiciliados en un Estado miembro distinto del Estado miembro de origen del GFIA a partir de la fecha a que se refiere el artículo 54, apartado 1, párrafo segundo. <b>Las participaciones de un FIA domiciliado en un tercer país y adquiridas por un inversor domiciliado en un Estado miembro antes de esa fecha podrán conservarse por el inversor o venderse al GFIA.»</b></p>
Explicación:	
<p>A partir de ahora, los inversores (incluidos los inversores privados minoristas) podrán legítimamente poseer participaciones de FIA domiciliados en terceros países. El texto añadido propuesto pretende asegurar que haya normas jurídicas para el tratamiento de esas inversiones después de la transición al nuevo régimen jurídico establecido en la directiva propuesta (esto es, un régimen por el que un GFIA de un tercer país necesitaría una autorización para proseguir su actual actividad en la UE), y asegurar en particular que el valor de esas participaciones no resulte afectado negativamente por el simple hecho de que el GFIA del tercer país no solicite, o no obtenga, la autorización para proseguir su actual actividad en la UE. Otra solución sería modificar las disposiciones transitorias.</p>	
<b>9ª modificación</b>	
Apartado 1 del artículo 46	
<p>«1. Las autoridades competentes responsables de la autorización y supervisión de GFIA en virtud de la presente Directiva comunicarán información a las autoridades competentes de otros Estados miembros cuando ello resulte oportuno con vistas a vigilar y dar respuesta a las consecuencias que de la actividad de los GFIA, ya sea individualmente o de forma colectiva, puedan derivarse para la estabilidad de las entidades financieras con importancia sistémica y para el funcionamiento ordenado de los mercados en los que los GFIA desarrollan su actividad. Se informará asimismo al Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CERV), creado en virtud de la Decisión 2009/77/CE de la Comisión, de 23 de enero de 2009 (2), el cual remitirá esa información a las autoridades competentes de los demás Estados miembros.»</p>	<p>«1. Las autoridades competentes responsables de la autorización y supervisión de GFIA en virtud de la presente Directiva comunicarán información a las autoridades competentes de otros Estados miembros, <del>cuando ello resulte oportuno con vistas a vigilar y dar respuesta a las consecuencias que de la actividad de los GFIA, ya sea individualmente o de forma colectiva, puedan derivarse para la estabilidad de las entidades financieras con importancia sistémica y para el funcionamiento ordenado de los mercados en los que los GFIA desarrollan su actividad</del> <b>a los bancos centrales, incluido el Banco Central Europeo, y a la Junta Europea de Riesgo Sistémico, que sea pertinente para el ejercicio de sus funciones. Se informará asimismo al Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CERV), creado en virtud de la Decisión 2009/77/CE de la Comisión, de 23 de enero de 2009 (2), el cual remitirá esa información a las autoridades competentes de los demás Estados miembros.»</b></p>

---

Texto que propone la Comisión	Modificaciones que propone el BCE <sup>(1)</sup>
-------------------------------	--

---

*Explicación:*

*El texto añadido pretende asegurar que los bancos centrales, incluido el BCE (también en nombre de la JERS), estén debidamente informados de cuestiones pertinentes para el ejercicio de sus funciones mediante la utilización de la terminología aplicada en otros ámbitos del acervo financiero de la UE.*

---

<sup>(1)</sup> El texto tachado es lo que el BCE propone suprimir. El texto en negrita indica las novedades que propone el BCE.

<sup>(2)</sup> DO L 25 de 29.1.2009, p. 18.

---