



*Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho
Mercantil*

2013/76

Abril de 2013

**TITULO: LA INFLUENCIA DE LA INVERSION DE LOS *HEDGE
FUNDS* EN LAS SOCIEDADES EN LAS QUE INVIERTEN.**

Luz M^a García Martínez

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.

Universidad Complutense.

Ciudad Universitaria s/n.

28040 Madrid

00 34 -913 94 54 93

E-mail autor: lm.garcia@ucm.es

<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense

<http://http://eprints.ucm.es/>

Copyright © 2013 por el autor

LA INFLUENCIA DE LA INVERSIÓN DE LOS *HEDGE FUNDS* EN LAS SOCIEDADES EN LAS QUE INVIERTEN¹

Luz M^a García Martínez

RESUMEN: Las características de los *hedge funds* o fondos de inversión alternativa propician no sólo unos rendimientos superiores que los fondos tradicionales, sino también su estrategia se concentra en una participación activa en las sociedades en las que invierten. El objeto de este trabajo es, en primer lugar, analizar la estrategia activista y, en segundo lugar, señalar los aspectos fundamentales en torno a la limitación de la influencia de la inversión por la Directiva 2011/61/11.

PALABRAS CLAVE: activismo, fondos de inversión alternativa, Directiva 2011/61/11

ABSTRACT: The main features of *hedge funds* or alternative investment funds helps not only to get higher returns than traditional funds, but also their strategy concentrates on an active participation in the companies in which they invest. The aim of this paper is, firstly, to analyze the activist strategy and, secondly, to establish the key issues related with the restriction of the impact of the investment of *hedge funds* by Directive 2011/61/11.

KEY WORDS: activism, *hedge funds*, Directive 2011/61/11

¹ “Texto de la intervención presentada en el X Seminario Harvard-Complutense de Derecho mercantil, celebrado entre los días 24 y 27 de octubre de 2012 en la Harvard Law School, con el patrocinio de Allen & Overy, Banco Santander, J & A Garrigues, Ilustre Colegio de Registradores de España e Ilustre Colegio Notarial de Madrid.”

**LA INFLUENCIA DE LA INVERSIÓN DE LOS *HEDGE FUNDS*
EN LAS SOCIEDADES EN LAS QUE INVIERTEN**

Luz M^a García Martínez

SUMARIO

INTRODUCCIÓN	4
I. El activismo de los <i>hedge funds</i> como técnica de influencia en el gobierno corporativo	5
II. Los <i>hedge funds</i> ante la Junta General	11
A. Una aproximación al deber fiduciario del ejercicio del voto por los inversores institucionales.....	11
B. Algunos problemas asociados al ejercicio del voto por los <i>hedge funds</i>	14
III. La limitación de la influencia de los fondos de inversión alternativos por la Directiva AIFMD	16
A. La gestión transparentes de los GFIA: disposiciones comunes.....	17
B. La transparencia en la adquisición del control por los GFIA.....	19
C. “ <i>Asset stripping</i> ” o los límites a la distribución de activos tras la toma de control.....	23
CONCLUSIONES	24

INTRODUCCIÓN

Los *hedge funds* presentan un conjunto de rasgos que los diferencian de los fondos de inversión tradicionales, tales como son: un elevado grado de opacidad propiciado por la laxitud legislativa predominante en el *shadow banking*, los niveles de apalancamiento son elevados o un horizonte inversor cortoplacista.

Estas características intrínsecas han facilitado en gran medida que, entre otras estrategias, persigan alcanzar una posición influyente en las sociedades en las que invierten, participando activamente en el gobierno corporativo de las mismas.

El objeto de este trabajo es analizar, en primer lugar, los aspectos más significativos de la estrategia activista adoptada por los *hedge funds*. A continuación, se centrará el estudio en el despliegue de la estrategia en la Junta General, en concreto, la problemática que subyace al ejercicio del voto por las sociedades gestoras de estos fondos en las sociedades en las que invierten. La última parte del trabajo se reserva para el análisis de la limitación legal, a nivel comunitario, de la influencia de este tipo de fondos en las sociedades en las que invierten. En concreto, la DIRECTIVA 2011/61/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) no 1060/2009 y (UE) no1095/2010²- en adelante, AIFM- incluye una sección dedicada a los fondos de inversión alternativa (entre otros, los *hedge funds*) que invierten en sociedades no cotizadas, sus disposiciones refuerzan la transparencia y limitan la capacidad de influencia en este tipo de sociedades al restringir la distribución de activos.

² DOUE L174/1 de 01/07/2011

I. El activismo de los *hedge funds* como técnica de influencia en el gobierno corporativo

Los *hedge funds* presentan un gran dinamismo a la hora de gestionar el capital depositado por los partícipes del fondo. Una de las estrategias adoptadas por los *hedge funds* se denomina arbitraje *event driven* o dirigido por acontecimientos³. Se basa en el seguimiento que hacen los *hedge funds* de las empresas y cuyo conocimiento les permite proceder a la compra de acciones anticipando futuras operaciones societarias de envergadura para así beneficiarse del arbitraje o distorsión que se produce en los precios, si llegan a materializarse las operaciones que pronosticaron.

A su vez, la estrategia se subdivide en, una primera modalidad, denominada *risk arbitrage*, que consiste en beneficiarse de la disparidad en el valor de las acciones de las sociedades en proceso de fusión durante el lapso de tiempo entre el anuncio de la fusión hasta su aprobación⁴. Cuando el propósito del *hedge fund* es la captación de empresas en crisis, adquiriendo acciones infravaloradas, para, posteriormente, beneficiarse de los efectos de la reestructuración empresarial en el precio de las acciones, se está aplicando una segunda modalidad de arbitraje, llamada *distressed securities*. De la combinación de las dos modalidades anteriores resulta una tercera modalidad, conocida como activismo⁵. Esta última técnica, que es el

³ Un amplio estudio sobre el arbitraje *event driven* y otras técnicas inversoras, *vid.* STOWEL, D.P., "Hedge funds investment strategies", en *An Introduction to Investment Banks, Hedge funds, and Private Equity. The New Paradigm*, Elsevier, pp.219-239 y GUTIERREZ DE CABIEDES, J. M., "Las llamadas técnicas de "gestión alternativa", en Rico Arévalo, B (Dir.) *Régimen jurídico y económico de los "hedge funds"*, Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2008, pp. 327 y ss.

⁴ *Vid.* WARNER, K. E., "Rethinking trades "on the basis of" inside information: some interpretations of SEC rule 10b5-1", 83 *B.U.L.Rev.* 281, 290 (2003); KAZ, J.J., "Barbarians at the ballot box: the use of hedging to acquire low cost corporate influence and its effect on shareholder apathy", 28 *Cardozo L. Rev.*, 1483, 2006-2007.

⁵ "Hedge fund activism represents a blurring of the line between risk arbitrage and battles over corporate strategy and control", KAHAN, M. y ROCK, E. B., "Hedge funds in corporate governance and corporate control", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, p. 1069.

objeto del presente trabajo, se basa en la participación activa de los *hedge funds* en el gobierno corporativo de las sociedades en las que invierten⁶.

El despliegue de la estrategia activista ejercitada por los *hedge funds*⁷ se basa en la adquisición de una posición accionarial relevante para ejercer cierta influencia en la toma de decisiones en la sociedad. En un primer nivel actúan indirectamente⁸, es decir, establecen contacto con el órgano de administración de manera privada⁹, sugiriéndole la puesta en marcha de determinadas medidas para incrementar el valor accionarial, como son la reducción de costes, el reparto de mayores dividendos o la emisión de obligaciones¹⁰. Si el diálogo con el Consejo no ha resultado fructífero, al no satisfacer los requerimientos del *hedge fund* activista¹¹, emprenden una postura activista cuya agresividad aumenta gradualmente¹², comprendiendo la realización de campañas de desprestigio público sobre el Consejo de Administración, buscando alianzas con otros accionistas, generalmente, con otros inversores institucionales, amenazan con interponer acciones de responsabilidad contra los administradores o con alcanzar un puesto en el Consejo. El ataque hostil del *hedge fund* llega a su culmen cuando ponen en práctica sus amenazas, llegando incluso a la toma de control de la

⁶ OCDE., *The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance. A synthesis of research about private equity firms and activist hedge funds*, 2007, p.18.

⁷ Sobre la intervención de los inversores institucionales, en general, *vid.* por todos, TRIAS SAGNIER, M., *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, McGraw Hill, 1998.

⁸ El 47.9% de la estrategia activista de los *hedge funds* se centralizó en comunicaciones con el Consejo de Administración, desechando técnicas más agresivas, en este sentido, BRAV, A., JIAN, W., KIM, H., "Hedge Fund Activism" en *Research handbook on hedge funds, private equity and alternative investments*, ed. Edward Elgar, 2012, tabla 1, p. 5.

⁹ OCDE. *The Implications of Alternative...*, p. 42 y ss.

¹⁰ STOWEL, D. P., "Hedge funds investment ...", p. 229.

¹¹ FICHTNER, J. y NÖLKE, A., "Activist Hedge funds and the Financialization of 'Rhenish' Capitalism", presentado en *The annual meeting of the SASE Annual Conference, Sciences Po, Paris*, 2012-06-20 disponible en: http://www.allacademic.com/meta/p371067_index.html

¹² Acerca de la clasificación de las técnicas activistas en atención al nivel de hostilidad, *vid.* BRAV, A., PARTNOY y J. F., THOMAS, R., "Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance", *Journal of Finance*, 63 (4), pp. 1729-1775.

sociedad¹³, como sucedió en los renombrados casos *Deutsche Börse* y *Mylan Laboratories*¹⁴.

Si comparamos la estrategia activista emprendida por un *hedge fund* con la realizada por un inversor institucional, podemos afirmar que el activismo de los *hedge funds* es defensivo¹⁵, por cuanto que es estratégico y opera *ex ante*¹⁶. En otros términos, el *hedge fund*, realiza un estudio previo para determinar si la sociedad puede beneficiarse de su técnica activista, como es el caso de aquellas sociedades cuya pobre gestión impide la maximización del beneficio; una vez localizada la sociedad *target*, el *hedge fund* persigue alcanzar una posición de control en la misma para promover un cambio hacia la mejora de los resultados de la sociedad, ya que como se ha indicado por algunos autores¹⁷, cuanto mayor sea su posicionamiento en una sociedad, su participación tenderá a ser más activa e influyente. Esta estrategia se encuentra en una clara contraposición con la actuación de otros inversores institucionales, cuyo actuación es *ex post*, es decir, dado que su inversión no es suficiente para ejercer influencia en una sociedad, su eventual participación activa resultará en aquellos supuestos que la mala gestión de la compañía les obligue a ello¹⁸.

Las características intrínsecas de los *hedge funds* han favorecido en gran medida la puesta en práctica del activismo, resultando su adopción

¹³ Se ha estudiado que son mediante OPAS donde adquieren más opciones de arbitraje, vid. GREENWOOD, R., y SCHOR, M., "Investor activism and takeovers", *J. Financ. Econ.*, 92 (3), pp. 362-75.

¹⁴ Analizados en profundidad por HU, H., y BLACK, B., "Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, pp. 343-367, 2007.

¹⁵ CHEFFINS, B. R; ARMOUR, J., "Past, Present, and Future of Shareholder Activism by *Hedge funds*", 37 *J. Corp. L.* 51, 2011-2012, pp. 56 y ss.

¹⁶ KAHAN, M., ROCK, E.B., "Hedge funds in Corporate Governance and Corporate Control", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, 2007, 1069.

¹⁷ RONCERO SANCHEZ, A., "Los inversores institucionales y el denominado "Gobierno Corporativo"", en ESTEBAN VELASCO, G.(Coord.) *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, Marcial Pons, p. 678.

¹⁸ CHEFFINS, B. R; ARMOUR, J., op.cit, p. 8.

menos gravosa que para otros inversores institucionales¹⁹. En primer lugar, la laxitud legislativa que ha rodeado a este tipo de fondos ha propiciado una flexibilidad inversora ausente en los fondos tradicionales al estar sometidos al mandato legal de la diversificación de la inversión²⁰. Como tampoco están sometidos a estrictos niveles de apalancamiento, ha supuesto que, no sólo se nutran del capital inversor, sino que opten por recurrir a financiación externa para reforzar su posición en las sociedades en las que invierten²¹. Es más, tienden a recurrir al uso de derivados y al préstamo de acciones para alcanzar una posición de control sin exposición económica en dicha sociedad, consiguiendo así evadir el efecto llamada a otros inversores y el deber de comunicación de participaciones significativas²². Finalmente, el sistema de retribución a los gestores²³ encargados de la proyección, incide en el enfoque cortoplacista de su estrategia. Como la remuneración de los gestores de *hedge funds* está correlacionada con los activos invertidos, la actitud de los gestores en las sociedades en las que invierten tenderá a ser más activa que aquellos fondos donde la remuneración de sus gestores no depende de los resultados de las sociedades participadas²⁴. En efecto, los gestores de *hedge funds* suelen obtener una comisión de aproximadamente

¹⁹ YERMACK, D., "Shareholder voting and corporate governance", *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 2010, pp. 2:2.1-2.23.

²⁰ En España, el art.50, del R.D 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva- en adelante, RLIIC- desarrolla el principio de diversificación del riesgo, limitando la inversión en un mismo emisor, por regla general, en un 5% del patrimonio de la IIC.

²¹ EL art.73, l) RLIIC- establece que el límite de endeudamiento no podrá superar en cinco veces el valor de su patrimonio.

²² La Comisión Europea ha considerado que a pesar de que determinados *hedge funds* recurren a estas prácticas también están abiertas a otros actores por lo que, en el caso de existir un vacío legal respecto de estas prácticas, habría de centrarse su regulación en las técnicas utilizadas y no en determinados actores como pueden ser los *hedge funds*, *vid.* COMISIÓN EUROPEA, *Impact Assessment accompanying the Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC, SEC(2009) 576*, p. 22.

²³ WOOLLEY, P., "Why are financial markets so inefficient and exploitative - and a suggested remedy?" en *The Future of Finance: The LSE Report*, 2010, p. 134.

²⁴ ENGRACIA ANTUNES, J., "Fondos de inversión libre y derecho de sociedades", *RDBB*, Año 2009, Año nº 28, Número 113, y bibliografía citada, p. 40.

el 20% que varía en función de los resultados obtenidos anualmente²⁵, por consiguiente, la *performance* anual de los activos que constituyen la cartera de inversiones del fondo es clave para entender el comportamiento de los gestores de *hedge funds*²⁶. Como resultado, el tiempo de permanencia de los *hedge funds* en las sociedades en las que invierten es muy reducido²⁷, lo que ha ayudado a la disminución global del tiempo medio de permanencia en una sociedad con respecto al resto de inversores²⁸, conllevando a su vez la falta de implicación del inversor en las sociedades en las que invierten²⁹.

Otro de los aspectos a tener en cuenta sobre la estrategia activista de los *hedge funds* es si su despliegue, supone la creación de valor para las sociedades en las que invierten o para los partícipes que invierten en este tipo de fondos. La mayor dificultad que se ha presentado en los estudios es la falta de transparencia de los *hedge funds*. Los primeros estudios no resultaban concluyentes³⁰. Sin embargo, los trabajos más recientes, afirman que la estrategia activista crea valor para los accionistas de las sociedades en las que invierten. Se destaca la influencia positiva de los *hedge funds* en el gobierno societario, la estructura del capital o en el rendimiento de las

²⁵ Contrasta con los incentivos de los fondos tradicionales que varían entre un 2 o 3%, en este sentido OCDE, *The Implications of Alternative Investment Vehicles...*, p. 31.

²⁶ La AIFM ha intentado poner coto a la disparidad entre la remuneración orientada a los resultados a corto plazo y las características del fondo. Entre los "Principios sobre la política remunerativa" recogidos en el Anexo II, el principio h constituye la vía para diluir el cortoplacismo al que están asociados los gestores de estos fondos. Por tanto, la evaluación de los resultados será realizada plurianualmente, adecuándose así al ciclo de vida del fondo y a los riesgos de su inversión.

²⁷ En EEUU, la media de duración de la inversión de un *hedge fund* en una sociedad es de 266 días según el estudio realizado por BRAV, A., JIANG, W. y KIM, H., 'Hedge fund activism: A Review', *Foundations and trends in Finance*, 4 (3), 185-246, 2009; sin embargo, en Europa, el tiempo de permanencia en una sociedad alcanza los 621 días, consultado en BECHT, M.; FRANK, J., GRANT, J., "Hedge fund activism in Europe", *EGCI-Financial working paper*, 283, 2010, p. 20.

²⁸ OCDE, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Corporate Governance*, OECD Publishing, 2011, p. 12.

²⁹ La Comisión considera que los incentivos a corto plazo en los contratos de gestión de activos pueden contribuir de manera significativa a la adopción de planteamientos a corto plazo, lo cual probablemente incide en la apatía de los accionistas, *vid.* COMISIÓN EUROPEA, *Libro verde: La normativa de gobierno corporativo de la UE*, Bruselas, 5.4.2011 COM(2011) 164 final.

³⁰ En este sentido, KARPOFF, J. M., "The impact of shareholder activism on target companies: A survey of empirical findings", *Working Paper-University of Washington*; El impacto de la estrategia para los obligacionistas, *vid.* ASLAN, H. y MARAACHLIAN, H., "Wealth Effects of Hedge Fund Activism", 2009: <http://ssrn.com/abstract=1343403>.

empresas en las que invierten³¹; por ejemplo, se fomenta el reparto de dividendos y la amortización de acciones, también se persigue la reducción de la remuneración al Consejo de administración o se reducen los costes de agencia asociados a la apatía del accionariado por la participación activa del *hedge fund*³². Además, los estudios han evidenciado que la estrategia activista beneficia, en parte³³, a los partícipes del fondo, porque se ha comprobado que el rendimiento de los *hedge funds* es mayor cuando siguen una estrategia activista³⁴, como ejemplo, se detectan rentabilidades anormales positivas en el primer y segundo año a la adquisición de una posición significativa en las sociedades en las que invierten³⁵.

³¹ Los últimos trabajos apuntan hacia los beneficios de la estrategia a corto y medio plazo; una revisión de los mismos se puede consultar en BOYSON, N. M. y MOORADIAN, R. M., "Corporate governance and Hedge fund activism", *Review of Derivatives Research*, 14, 2, 2011. La Comisión Europea ha llevado a cabo un estudio donde se analizaba el beneficio que le reportó a empresas concretas la inversión realizada por los *hedge funds*, por ejemplo, en el caso KUKA, llevó a la empresa a adentrarse en un proceso reestructurador, siguiendo los dictados del *hedge fund* como socio minoritario; mientras que, en el caso Schefenacker, la entrada del fondo implicó el restablecimiento del equilibrio financiero de la empresa, *vid.* COMISIÓN EUROPEA, *Final Report: The impacts of private equity investors, hedge funds and sovereign wealth funds on industrial restructuring in Europe as illustrated by case studies*, Project Ref. VT/2008/096, 2010

³² KLEIN, A y ZUR, A., "Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors", *ECGI Finance Working Paper*, N°140/2006, disponible en: <http://ssrn.com/abstract=913362>

³³ El coste que supone lanzar una estrategia activista puede ser elevado, constituyendo un tercio del rendimiento del fondo, por ejemplo, el activismo puede abocar a un *proxy fight* cuyo coste se estima en 10.71 millones de \$, *vid.* GANTCHEV, N., "The Costs of Shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model", *JFE*, 2012, pp.30 y ss., disponible en: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1646471>

³⁴ BECHT, M.; FRANK, J., GRANT, J., *op. cit.*

³⁵ KLEIN, A. y ZUR, E., *op.cit.*, en el periodo en el cual se informa obtienen unos *abnormal returns* de un 10.2% mientras que otras estrategias activistas solo obtienen en el primer año unos rendimientos positivos de 11.4% . En otro estudio, donde se compara los *hedge funds* en atención a activistas o no, también detectan que los *abnormal returns* que obtiene el hedge fund son mayores cuando su estrategia es activa, *vid.* CLIFFORD, P., "Value Creation or Destruction? Hedge funds as shareholder activists", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, No. 4, 2008. En Europa, *vid.* BECHT, M.; FRANK, J., GRANT, J., *op. cit.*

II. Los *hedge funds* ante la Junta General

A. Una aproximación al deber fiduciario del ejercicio del voto por los inversores institucionales

Una de las vías a través de las que los *hedge funds* pueden influir en las sociedades en las que invierten es mediante la participación activa en la junta general, viéndose alentados, en parte, por una legislación que incentiva la participación de los inversores institucionales en el órgano de decisión. Aunque la doctrina defiende que los inversores institucionales no constituyen una categoría especial de accionista por lo que no tienen un estatuto jurídico propio³⁶, sin embargo, la normativa establece algunas especialidades en el ejercicio del voto que lo alejan del inversor tradicional.

En efecto, entre los principios de gobierno corporativo de la OCDE³⁷, el tercero de ellos hace referencia al tratamiento equitativo de los accionistas. En concreto, en su letra f³⁸ se indica la necesidad de facilitar el ejercicio del derecho al voto a todos los accionistas. Su punto primero, se dirige a los inversores institucionales, estableciendo el deber de ejercitar el voto por éstos al estar intrínsecamente ligado al valor de la inversión que realizan por cuenta de sus clientes. Consecuentemente, aquellos inversores que no ejerciten los derechos asociados a la propiedad de la acción, deberán informar de tal circunstancia a los partícipes ya que puede acarrear una pérdida de valor para el inversor.

³⁶ Los inversores institucionales como "*tertium genus*" en TAPIA HERMIDA, A. J., "Concepto y tipología de inversores institucionales", en DE ROS CERESO, R.M. (Coord.), *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas-Cuadernos de Derecho para Ingenieros*, 9, Iberdrola-La Ley, 2011, p. 420.

³⁷ OCDE., *Principios de gobierno corporativo de la OCDE*, 2004. Disponible en: <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>

³⁸ Principio III, letra f: "Debe facilitarse el ejercicio de los derechos de propiedad por parte de todos los accionistas, incluidos los inversores institucionales. 1. Los inversores institucionales que actúen en calidad de fiduciarios deberán revelar sus políticas generales en materia de gobierno corporativo y de votación en lo relativo a sus inversiones, incluidos los procedimientos previstos para decidir sobre el uso de sus derechos de voto."

En España, en la misma línea que la OCDE, el anexo II del Código Unificado de Buen Gobierno ya recomendaba a las instituciones de inversión colectiva que ejercitasen los derechos políticos asociados a las acciones, informando a los partícipes de los fondos³⁹. Posteriormente, la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva vino a instaurar, en su art. 46.1.D, el deber legal de las sociedades gestoras de ejercitar los derechos inherentes a los valores integrados en los fondos que éstas gestionan y administran. La justificación de este deber puede encontrarse en la relación fiduciaria⁴⁰ que ostentan sobre la inversión del fondo que les obliga a un ejercicio activo de los derechos anudados a esos valores, en exclusivo beneficio de los partícipes del fondo⁴¹.

En concreto, el deber fiduciario del ejercicio del voto se recoge en el art. 115, letra i del RIIC, que obliga a ejercer con especial atención el derecho de asistencia y voto en las juntas generales. La exigencia de voto se circunscribe a aquellos supuestos en los que el emisor sea una sociedad española, la participación de los fondos de la sociedad sea superior a doce meses y constituya al menos, el 1% del capital de la sociedad participada. Finalmente, el modo en que se efectúe el voto será en consonancia con la política de voto diseñada previamente⁴². Con respecto a las sociedades

³⁹ A contrario que el Informe Winter que desaconsejaba la obligatoriedad del voto, ECHEBARRÍA SÁENZ, J. A., “La posición del socio de las Instituciones de Inversión Colectiva. En particular, la obligación de información sobre políticas de inversión y voto”, en RODRIGUEZ ARTIGAS, F. (Coord.) *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, Tomo II, Ed. Thomson/Aranzadi, Cizur Menor, 2006, p. 1275.

⁴⁰ En cuanto a la naturaleza de la titularidad de la sociedad gestora, se defiende que la LIIC otorga a las sociedades gestoras una titularidad fiduciaria para, como indica el art. 3 LIIC, ejercer facultades de dominio sin ser propietaria, *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J., “El activismo societario de los principales inversores institucionales: fondos de inversión y fondos de pensiones”, en *Gobierno Corporativo y crisis empresariales. II Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil*, Madrid, 2006, p. 10. Otros definen dicha relación sociedad gestora-inversor, como “mandataria necesaria”, *vid.* DAMBORENEA AGORRIA, I., “La estructura jurídica de los fondos de inversión”, *RDBB*, Año nº 28, Nº 113, 2009, p. 86. Sintetizando la discusión doctrinal entre mandato o relación fiduciaria, *vid.* MADRID PARRA, A., “La especial propiedad del patrimonio de los fondos de inversión y de titulización”, *RMV*, nº6, 2010, pps.26 y 43 (posicionándose en favor de la propiedad fiduciaria cuya base se encuentra en la LIIC).

⁴¹ 115.1.B) RIIC: Ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo, en exclusivo beneficio de los partícipes.

⁴² La política de voto ha de fundamentarse en los siguientes principios: 1º Efectuar el seguimiento de los hechos empresariales que sean pertinentes. 2º Garantizar que el ejercicio de los derechos de voto se adecue a los objetivos y a la política de inversión de

gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva Libre-*hedge funds*- no se establece ninguna previsión en contrario, las sociedades gestoras de este tipo de fondos no difieren de las sociedades gestoras de fondos tradicionales, es más, toda sociedad gestora dedicada a IICL tradicionales, podrá gestionar y administrar *hedge funds*⁴³, siempre y cuando, cumpla un conjunto de previsiones, así se prevé en el art. 8 de la EHA/1199/2006 al someter a estas sociedades gestoras a la LIIC, su Reglamento y los requisitos específicos que establezca la CNMV.

Por consiguiente, podemos afirmar que la normativa española ha propiciado un clima en favor del activismo de los inversores institucionales y, en particular, para que los *hedge funds* desplieguen su estrategia de *event driven*. Mientras que los inversores institucionales tradicionales no se consideran potenciales inversores activistas dado que las restrictivas limitaciones a la concentración de la inversión establecidas en el art. 23 LIIC y desarrolladas por el RIIC impiden ejercer una verdadera influencia en el devenir societario⁴⁴, los *hedge funds* sí que podrían llegar a resultar claves en la toma de decisiones por la junta dada la flexibilidad inversora⁴⁵ que presentan al no estar sometidos al estricto régimen de las IIC sobre diversificación del riesgo⁴⁶, si bien con un *handicap* añadido, la estructura

las IIC consideradas.3.º Prevenir y, en su caso, gestionar cualquier conflicto de interés derivado del ejercicio de los derechos de voto

⁴³ TAPIA HERMIDA, A.: "La gestión y la custodia de los *hedge funds*" en RICO ARÉVALO, B.(Dir.) *Régimen jurídico y económico de los "hedge funds"*, ed. Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2008, pp. 100-101.

⁴⁴ En España, por regla general, parten de un comportamiento abstencionista (voto con los pies), desinvirtiendo en aquella sociedad cuya gestión no sea de su agrado, debido al escaso poder accionarial que ostentan, *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., "El activismo societario...", p. 13.

⁴⁵ La flexibilidad inversora se traduce en la inaplicación, a las sociedades gestoras de *hedge funds*, el estricto régimen sobre inversiones exigibles a las IIC de carácter financiero, si bien el límite de endeudamiento no podrá ser superior a cinco veces el valor de su patrimonio. La especialidad del régimen de sociedades gestoras de IIC que gestionan *hedge funds* se encuentra detallada en TAPIA HERMIDA, A.J., "La gestión y la custodia...".

⁴⁶ Art. 73.k) RIIC: Podrán invertir en activos e instrumentos financieros y en instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea la naturaleza de su subyacente, atendiendo a los principios de liquidez, diversificación del riesgo y transparencia que se recogen en el artículo 23 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre. No les serán de aplicación las reglas sobre inversiones contenidas en la sección I del capítulo I del título III de este reglamento- es decir, no les serán aplicables los arts.48-53 que versan sobre:

accionarial de las sociedades españolas tendentes al capital por bloques⁴⁷ hace más complicado ejercer influencia en aquéllas sociedades de capital disperso⁴⁸.

B. Algunos problemas asociados al ejercicio del voto por los *hedge funds*

Uno de los efectos adversos de la imposición del ejercicio de voto por las sociedades gestoras es la posible falta de diligencia a la hora de ejercer el voto en las sociedades en las que invierten. La doctrina ha criticado el mal hábito de las sociedades gestoras al votar automáticamente en favor de las propuestas del Consejo⁴⁹, asumiéndose por ello que no es una vía óptima para una mejor protección de los intereses de los inversores. Cabe añadir que, en el caso español, la mayoría de las sociedades gestoras están íntegramente participadas por entidades de crédito que a su vez tienen una amplia participación en las sociedades en las que ejerce el voto el fondo de inversión, por tanto, los conflictos de intereses están a la orden del día⁵⁰.

Sin embargo, en Europa parece que la animadversión por el papel de los *hedge funds* en el gobierno corporativo está cambiando. En efecto, en el

Activos aptos para la inversión, inversión en valores no cotizados, diversificación del riesgo, limitaciones a la capacidad de inversión, requisitos para la inversión en instrumentos financieros derivados y liquidez-

⁴⁷ En un reciente estudio comparado realizado sobre el activismo de los *hedge funds* en Europa se observa como en España no han saltado a la luz ninguna estrategia activista, se apunta a que la tipología accionarial opuesta a la dispersión contribuye a que no aparezcan ese tipo de arbitraje, en este sentido, *vid.* SLAUGHTER and MAY (et al), *Understanding and dealing with hedge funds and shareholder activism across Europe: the impact of the financial crisis*, p. 113.

⁴⁸ Cabe añadir, que en el caso accionariado alemán, de similar estructura al accionariado español, se ha captado como los *hedge funds* han podido implementar su estrategia en sociedades en las que no había un accionista de control (*Renish blockholder*), *vid.* FICHTNER, J., "Activist *hedge funds* and the erosion of Rhenish capitalism: The impact of impatient capital", *CCGES/CCEAE 2009, Working paper*, nº17, p. 26.

⁴⁹ QUIJANO GONZALEZ, J., "La inversión institucional y su incidencia en la estructura accionarial de las grandes corporaciones", en DE ROS CERESO, R.M. (Coord.), *Accionistas institucionales, inversores y agencias externas-Cuadernos de Derecho para Ingenieros*, 9, Iberdrola-La Ley, 2011, p. 39 y bibliografía citada.

⁵⁰ ALONSO LEDESMA, C., "El papel de la junta general en el gobierno corporativo" en ESTEBAN VELASCO, G.(Coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid, 1999, p. 634.

Libro Verde sobre la normativa de la UE sobre gobierno corporativo⁵¹ ha constatado los beneficios del activismo de los *hedge funds*. En concreto se considera que han tenido un papel primordial en la reactivación de la junta porque pueden “sensibilizar a otros accionistas” y conseguir una gran participación en el ejercicio del voto, además de lograr un cambio en la gobernanza. Al mismo tiempo, también se advierte de los inconvenientes de este tipo de activismo, en especial se alerta de la excesiva dependencia que presentan los *hedge funds* y otros inversores institucionales en relación con los *proxy advisors* o asesores de voto a la hora de ejercer el voto por los *hedge funds*.

Las empresas dedicadas a la asesoría de voto no sólo aconsejan sobre el sentido del voto que han de emitir en las sociedades en las que invierten también sirven como plataforma para la delegación del voto. La OCDE, en el Informe sobre Gobierno Corporativo del año 2009⁵², ya había puesto de manifiesto la mala praxis de los *proxy advisors* a la hora de emitir sus asesoramientos, ya que toman por norma la máxima “*one size, fits all*”, es decir, un mismo tipo de asesoramiento para todos sus clientes. Asimismo, se ha observado el posible conflicto de interés que puede surgir cuando los *proxy advisors* a su vez asesoran a la sociedad en la que se va a ejercitar el voto. En efecto, si el interés de la firma de asesoramiento de voto no está alineado con quien contrata sus servicios se produce una situación de conflicto de interés y surge el riesgo de que prevalezca el interés del *proxy advisor*.

Por su parte, la Autoridad Europea de Valores y Mercados ha realizado una Consulta⁵³ para determinar cómo los *proxy advisors* influyen en el ejercicio del voto y las posibles vías para su regulación, ya que, a día de hoy, no existe ningún tipo de normativa a nivel comunitario que regule la

⁵¹ 5.4.2011, COM (2011) 164 final, Bruselas.

⁵² OCDE, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, OECD publishing, 2009.

⁵³ ESMA. *Discussion paper: An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*, ESMA/2012/212

actividad de este tipo de agencias. Entre otras respuestas, el grupo de expertos en relación con los emisores españoles⁵⁴ se orienta hacia la defensa de una armonización europea de la actividad de los *proxy advisors* mediante el establecimiento de un código europeo de recomendaciones con sujeción al principio cumplir o explicar. En último término, la AEVM ha optado porque la industria se autorregule, siguiendo un conjunto de consideraciones y principios de aplicación establecidos por la AEVM para su aplicación por el comité de elaboración del Código⁵⁵.

III. La limitación de la influencia de los fondos de inversión alternativa por la Directiva AIFM.

El despliegue de las estrategias inversoras de los *hedge funds* ha venido impulsado por una laxitud legislativa propia de su inclusión dentro del *shadow banking*. La falta de transparencia en sus prácticas ha provocado, en los últimos años, que salten las alarmas en torno a un posible agravamiento del riesgo sistémico por la falta de control de los *hedge funds*.

A nivel internacional, el informe IOSCO sobre los “Principios de regulación de los *Hedge funds*”, ha sentado las bases sobre el nuevo enfoque legislativo que ha de emprenderse. En concreto, se busca una mayor transparencia en el funcionamiento de este tipo de fondos ya que se establecen obligaciones de registro y supervisión no sólo de los fondos sino también de sus gestores, asesores, bancos y *prime brokers*. Además, se refleja el carácter preventivo de los principios al obligar al *hedge fund* a proporcionar información relevante sobre el riesgo sistémico y los medios que toman para su reducción.

⁵⁴ Documento elaborado por Grupo de Expertos para la evaluar la actividad de los *proxy advisors* en relación con los emisores españoles, Respuesta al DP-Esma, 16/04/2012. Disponible en: <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>

⁵⁵ Los principios y consideraciones a tener en cuenta se circunscriben a la responsabilidad de los inversores, el fomento de la transparencia y la reducción de los conflictos de interés, *vid.* ESMA., *Final Report Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry*, 19/02/2013, ESMA/2013/84, p.27.

A nivel europeo, el cambio en favor de la armonización de los *hedge funds* se produjo con la aprobación de la Directiva AIFM-. Con su aprobación se pretende mitigar la difusión de los riesgos a través del sistema financiero aplicando un régimen común de autorización y supervisión de los Gestores de Fondos de Inversión Alternativa-en adelante, GFIA- para alcanzar una coordinación a nivel europeo. Tal como se indica en su considerando cuarto, la AIFM tiene un doble objetivo; en primer lugar, “establecer un mercado interior para los gestores de fondos de inversión alternativa⁵⁶”y, en segundo lugar, “implementar un marco armonizado y riguroso de regulación y supervisión de las actividades de todos los GFIA en el interior de la Unión”.

Con respecto al objeto del presente trabajo, la AIFM insta un régimen común europeo de gestión transparente de los fondos de inversión alternativa estableciendo además un conjunto de obligaciones específicas para los supuestos en los que se toma el control de sociedades no cotizadas.

A. La gestión transparente de los GFIA: disposiciones comunes

Los requisitos de transparencia en la actuación de los GFIA presentan una triple perspectiva en la AIFM⁵⁷. En primer lugar, los gestores realizarán un informe anual, recogido en el art. 22, por cada FIA que gestionen o comercialicen. El plazo para su realización tiene como límite los seis meses posteriores al cierre del ejercicio tras el cual deberá facilitar a las autoridades competentes y, si lo solicitan, a los inversores. La Directiva AIFM establece como contenido mínimo del Informe anual, el balance, la cuenta de ingresos y gastos, el informe de actividades durante el ejercicio, los cambios que se

⁵⁶ Se admite implícitamente la armonización en la gestión de los fondos que no se sometan a autorización bajo la Directiva 85/611/EEC, así TOSETTI DARDANELLI, G., “Direct or indirect regulation of *Hedge funds*: A European Dilemma”, *Eur.J.Risk Reg.*, p. 475.

⁵⁷ Algunos de los requisitos se han desarrollado posteriormente por el acto delegado de la Comisión Europea, en concreto se ha de consultar los arts.103 a 111: COMISIÓN EUROPEA, Commission delegated regulation supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/20121219-directive/delegated-act_en.pdf

produzcan en la información proporcionada a los inversores y las remuneraciones del personal.

En segundo lugar, desde la óptica del accionista, en el art. 23 se encuentra la información que se ha de proporcionar a los inversores sobre un FIA antes de invertir en él. El apartado primero recoge su contenido, que en muchos casos será de tipo descriptivo; a modo de ejemplo: la descripción de la estrategia y los objetivos de la inversión, derechos y obligaciones de los inversores, del procedimiento de valoración del FIA, de la gestión del riesgo de liquidez, comisiones máximas a pagar por los inversores o trato equitativo y trato preferente. Además, se incluirá el último informe anual así como la identidad de las personas relacionadas con el fondo, es decir, el gestor, depositario o auditor y el valor liquidatorio del FIA. Posteriormente, en el apartado 5 se recoge específicamente información adicional que se debe proporcionar en los casos de gestión o comercialización de FIA que recurren al apalancamiento; concretamente, el GFIA deberá llevar a cabo comunicaciones periódicas sobre los cambios del nivel máximo de apalancamiento y el importe total de apalancamiento.

Finalmente, el art. 24 cierra las obligaciones de información que tienen que proporcionar a las autoridades los GFIA. Sucintamente, deberán informar a las autoridades de los principales mercados e instrumentos en los que negocien por cuenta de los FIA y, específicamente, por cada FIA de la UE que comercialicen o gestionen, deberá facilitar el porcentaje de activos del FIA ilíquidos, las nuevas medidas de gestión de la liquidez, el perfil de riesgo y los sistemas de gestión de riesgos, las categorías de activos en las que hayan invertido y finalmente, los resultados de las pruebas de esfuerzo. Las autoridades competentes también podrán solicitar al GFIA que le proporcione un informe anual de cada FIA de la UE y, trimestralmente, la lista de todos los FIA gestionados por el GFIA. Como sucedía con la información proporcionada a los inversores para los casos de recurso al apalancamiento, también se deberá informar a las autoridades sobre el nivel de apalancamiento y las características del mismo. Por otra parte, las autoridades competentes estarán capacitadas para pedir más información para el control efectivo del riesgo sistémico, informando a la AEVM, quien, a

su vez, también podrá requerir a las autoridades nacionales para que impongan requisitos adicionales en supuestos de inestabilidad del sistema financiero.

B. La transparencia en la adquisición del control por los GFIA

El marco general de transparencia se refuerza en el Capítulo V, al dedicar la sección segunda a los gestores de los fondos de inversión alternativa que adquieren el control de sociedades. La trascendencia de esta sección reside en que gracias a ella se cubre un vacío legal en la comunicación de participaciones en sociedades no cotizadas lo que incrementa la transparencia de este tipo de participaciones así como la protección de los sujetos afectados por las tomas de control⁵⁸ ejercidas por los fondos de inversión alternativa.

El ámbito de aplicación, recogido en el art. 26, se circunscribe a un GFIA cuyo FIA adquiera el control de una sociedad no cotizada, o bien, a varios GFIA que mediante su cooperación alcancen sus FIA conjuntamente una posición de control en una sociedad no cotizada. Sin embargo, en el apartado 2 del citado artículo, se exceptiona la aplicación de esta Sección cuando la sociedad no cotizada controlada sea una pyme o bien, el objeto social sea la adquisición, tenencia o administración de patrimonio inmobiliario⁵⁹. Por otra parte, para los supuestos en los que un FIA adquiere

⁵⁸ Haciéndose eco de la inquietud de la OCDE sobre la necesaria regulación de la comunicación de participaciones en sociedades no cotizadas, *vid.* OCDE., *The role of private equity and activist hedge funds in corporate governance-related policy issues*, OCDE publishing, 2008.

⁵⁹ Con ello se pretende preservar la fase inicial de creación de empresas que pueden verse beneficiadas por grandes inversiones de capital riesgo en línea con la “Comunicación de la Comisión Europea Acta del Mercado Único Doce prioridades para estimular el crecimiento y reforzar la confianza «Juntos por un nuevo crecimiento»” donde se establece como una de las prioridades facilitar el acceso de las pymes a la financiación por fondos de capital riesgo de otros países sin trabas legislativas, pg. 6.

el control de una sociedad cotizada serán de aplicación algunos de los preceptos de esta sección⁶⁰.

El régimen de transparencia parte, en el art. 27, de la notificación a realizar por el GFIA cuando el FIA gestionado adquiriera una participación importante o el control de la sociedad no cotizada. La AIFM define el supuesto en el que un FIA alcanza el *control* de una sociedad no cotizada, esto es, cuando el fondo de inversión alcance más del 50% de los derechos de voto en sociedades no cotizadas⁶¹, mientras que las *participaciones importantes* abarcarán los umbrales de voto del 10% al 75%⁶².

Si se alcanza los citados porcentajes, será obligatorio notificar, en un plazo de 10 días hábiles⁶³, a la sociedad no cotizada, los socios y las autoridades competentes del Estado miembro de origen del GFIA los siguientes aspectos: el porcentaje de derechos de voto resultante, las condiciones de la adquisición del control y los socios o personas o sociedades por las cuales se ejercita el voto. Además, se habrá de solicitar y velar por que el Consejo de Administración informe a los representantes de los trabajadores, y en el caso de no existir, a los trabajadores directamente sobre la adquisición del control y la información que se ha proporcionado en la notificación.

⁶⁰ Tal como indica el art. 26.4 de la AIFM: "El artículo 28, apartados 1, 2 y 3, y el artículo 30 se aplicarán asimismo con respecto a los emisores. A efectos de dicho artículo, se aplicarán *mutatis mutandis* los apartados 1 y 2 del presente artículo."

⁶¹ El art. 27.5 de la AIFM señala, en relación con el cálculo del porcentaje se incluirán también los derechos de voto que ostenten aquellas empresas controladas por el GFIA o aquellas personas que actúen en nombre propio pero por cuenta de un FIA o de una empresa controlada por el FIA.

⁶² Art. 27.1 :(...) los derecho de voto de la sociedad no cotizada que tenga el FIA, en cualquier momento en que dicho porcentaje alcance, exceda o se sitúe por debajo de los umbrales del 10%, 20%,30%, 50% y 75%. Se observa un paralelismo con el régimen de comunicaciones de participaciones significativas en sociedades cotizadas españolas, RD.1362/07, donde se requiere la comunicación de las participaciones significativas que representen el 3,5,10,15,20,25,30,35,40,45,50, 60, 70,75,80,90 % de los derechos de voto).

⁶³ Art. 27.5 AIFM: (...) Los diez días hábiles se cuentan a partir del día en que el FIA alcance, exceda o se sitúe por debajo del umbral en cuestión, o, en su caso, adquiriera el control de la sociedad no cotizada.

Además de la notificación obligatoria, en el art. 28 se adiciona un conjunto de requisitos informativos a proporcionar no sólo cuando se adquiera el control de una sociedad no cotizada sino también cuando el fondo de inversión alternativa adquiere el control de un emisor; a este respecto la AIFM se remite al art. 5, apartado 3, de la Directiva 2004/25/CE, que a su vez reenvía a las normas del Estado Miembro del domicilio social⁶⁴.

La información que se ha de aportar se circunscribe a señalar la identidad del GFIA, las políticas de prevención y gestión de conflictos de intereses y la política de comunicación de la sociedad, en especial, en lo que atañe a los trabajadores. En el supuesto de toma de control de una sociedad no cotizada, a la información anteriormente mencionada, habrá de añadirse el plan de acción de la sociedad, es decir, las actividades futuras y qué repercusiones tendrá en las condiciones de empleo. Por otra parte, se informará a las autoridades competentes del Estado miembro de origen del FIA y a sus inversores sobre la financiación de la adquisición.

Los receptores de los datos anteriores serán la sociedad, socios⁶⁵ y autoridades competentes del Estado miembro de origen del GFIA, e indirectamente, también se informará a los trabajadores. En efecto, tal como prevé el considerando 54, el GFIA no tiene una relación directa con los representantes de los trabajadores de la sociedad, por ello el artículo 28, establece una “obligación de medios” consistente en que el GFIA haga todo lo

⁶⁴ En el caso de España, son aplicables los artículos 53 y 53 Ter de la LMV, desarrollados por RD1362/2007 y la Circular de la CNMV 2/2007. El art. 4 del RD1362/07 establece que se alcanza una posición de control cuando el porcentaje de votos en una sociedad cotizada sea igual o superior al 30%, o bien, se designe en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración. El plazo de comunicación de la notificación al emisor y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores se hará en el plazo máximo de cuatro días hábiles bursátiles, a contar desde el día siguiente al que la persona obligada haya conocido o debiera haber conocido la adquisición o transmisión de las acciones o la posibilidad de ejercer los derechos de voto correspondientes (art. 35.1 RD1362/07).

⁶⁵ No se entiende la inclusión de los socios, ya que no existe en las sociedades no cotizadas el interés contrapuesto que se produce en las tomas de control y los inversores en las sociedades cotizadas, en BAFFI, E., LATTUCA, D., SANTELLA, P., “Extending the EU Financial Regulatory Framework to AIFM, Credit Derivatives , and Short Selling”, p. 10, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1792993> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1792993>

posible para que el Consejo de Administración de la sociedad no cotizada controlada sea la que proporcione la información a los representantes y, en el caso de ausencia de representación, directamente a los trabajadores⁶⁶. Este reforzamiento de la información a los trabajadores parte de la preocupación de la Comisión por el vacío legal y la falta de transparencia en relación con la toma de control de sociedades no cotizadas en Europa realizadas generalmente no tanto por gestores de *hedge funds* sino más bien por gestores de *private equity*⁶⁷.

Las exigencias de información adicional a los FIA que ejerzan el control de sociedades no cotizadas se cierran en el artículo 29 al introducir un conjunto de especialidades en el contenido del Informe anual del FIA. Por consiguiente, además de hacer mención al contenido mínimo establecido en el art. 22, habrá de indicarse una exposición fiel de los negocios de la sociedad, reflejando la situación final del período cubierto por el informe anual. Para ello será necesario indicar los acontecimientos relevantes ocurridos, la evolución previsible de la sociedad y la información relativa a las adquisiciones propias⁶⁸.

En síntesis, el nuevo régimen de comunicación de participaciones en sociedades no cotizadas establecido en la AIFM se suma a la preocupación por incrementar la transparencia respecto a las sociedades no cotizadas así como la protección de los trabajadores ante tomas de control por *hedge funds* y *private equity*⁶⁹. Sin embargo, también han surgido críticas en torno

⁶⁶ El considerando 58 recuerda el necesario tratamiento de la información confidencial por parte de los representantes de los trabajadores, si bien el Estado miembro puede establecer excepciones en base a la Directiva 2004/14/CE.

⁶⁷ COMISIÓN EUROPEA., *Impact assesment-Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers*, COM (2009) 207-SEC (2009) 577, pgs.22-23.

⁶⁸ Art. 22.2 Directiva 77/91/CEE ha de informarse de: a) las razones de las adquisiciones efectuadas durante el ejercicio ; b) el número y el valor nominal o , a falta de valor nominal , el valor contable de las acciones adquiridas y cedidas durante el ejercicio , así como la fracción del capital suscrito que representan ; c) en caso de adquisición o de cesión a título oneroso , el contravalor de las acciones ; d) el número y el valor nominal o , a falta de valor nominal , el valor contable de la totalidad de las acciones adquiridas y que tenga en cartera , así como la fracción del capital suscrito que representan .

⁶⁹ El impacto de las inversiones de sociedades de capital riesgo en relación con los trabajadores, vid., COMISIÓN EUROPEA., *Impact assesment-Proposal for a Directive of the*

al ámbito de aplicación de la Directiva, ya que se ha considerado por la doctrina que las medidas sobrepasan su objeto⁷⁰, es decir, el fomento de la transparencia, provocando un estricto régimen para aquellos fondos sujetos a la Directiva, mientras que a otros inversores profesionales como son los fondos soberanos o fondos de capital riesgo que no tengan inversores institucionales europeos, no les sería aplicable el estricto régimen de la Directiva aun adquiriendo posiciones de control en sociedades europeas⁷¹. Es más, mayoritariamente son los fondos de capital riesgo los que invierten en sociedades no cotizadas, tal como se refleja en los estudios más recientes, ya que los *hedge funds* no tienden a la búsqueda de un bloque accionarial de control⁷².

C. “*Asset stripping*” o los límites al desmantelamiento de activos tras la toma de control.

El artículo 30 de la AIFM contempla una serie de limitaciones a la distribución de activos en supuestos de adquisición por el FIA del control tanto de una sociedad no cotizada como una un emisor-sociedad admitida a cotización. Las limitaciones se circunscriben, temporalmente, a los 24 meses posteriores a la adquisición del control y, materialmente, a la prohibición de distribución de los activos societarios que puedan menoscabar el equilibrio patrimonial de a sociedad⁷³.

Al gestor, ante la toma de control, se le prohíbe tomar una actitud proactiva en supuestos de distribución, reducción de capital, reembolso de acciones o adquisición de acciones por parte de la empresa, por tanto, se le

European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers, COM (2009) 207-SEC (2009) 577, p. 23.

⁷⁰ RIUS RIU, J., “La Directiva sobre los gestores de inversión alternativos”, *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, p. 156.

⁷¹ FERRAN, E., “Regulation of HF and Private Equity”, *EBOR*, p. 411. Haciéndose eco de las críticas del sector de *private equity*, *vid.* RODRIGUEZ, I., “Directiva AIFM y su impacto en la industria de capital riesgo”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº1, 2011, p. 9.

⁷² Sólo un 29.2% persiguen dicho propósito por BRAV, A., JIANG, W., KIM, H., “Hedge fund activism: A review”, *Foundations and Trends in Finance*, 4, (3) p. 8.

⁷³ RODRIGUEZ, I., “Directiva AIFM y su impacto en la industria de capital riesgo”, *Revista Española de Capital Riesgo*, nº1, 2011, p. 9.

impide desde la votación en favor de la transacción hasta su ordenación. Es más, se le insta a que evite por todos los medios que se concluyan este tipo de liquidaciones.

Sin embargo, estas obligaciones se limitan, en primer lugar, a las distribuciones a los socios, es decir, el pago de dividendos y de intereses correspondientes a las acciones, que produzcan un desequilibrio patrimonial consistente en que el patrimonio neto del último ejercicio sea inferior al capital suscrito-incluyendo las reservas legales no distribuibles⁷⁴-. En segundo lugar, también estará prohibida toda distribución entre los socios cuyo importe sea mayor al resultado del ejercicio anterior⁷⁵. Finalmente, en el supuesto de adquisición de acciones propias, se limita la prohibición a aquellas que reduzcan el patrimonio neto a una cifra inferior al capital suscrito, sumadas las reservas legales. Este artículo también ha sido criticado por las desigualdades que va a generar su aplicación⁷⁶, hasta la propia Directiva hace saltar las alarmas ya en el considerando 55 al solicitar a la Comisión la modificación de los requisitos de información en caso de control de emisores o sociedades no cotizadas establecidos en la presente Directiva de forma general, independientemente del tipo de inversor.

CONCLUSIONES

- Los *hedge funds* que sigan una estrategia activista pueden resultar claves para las sociedades en las que invierten, ya que, además de beneficiar con su táctica a los partícipes del fondo, como ha quedado constatado, pueden fortalecer el débil gobierno de estas sociedades o equilibrar la situación financiera de las mismas.

⁷⁴ Art-30.2.a: patrimonio neto (activos netos)<capital social+ reservas legales.

⁷⁵ Tal como establece el art. 30.2.b: no estará permitida la distribución donde: distribución > resultados+ beneficios+ deducciones sobre reservas disponibles-pérdidas+ sumas en reservas.

⁷⁶ A su vez, se entiende que el nivel de restricción es mayor que la Segunda Directiva para el caso de adquisición de acciones propias y reducción de capital, argumentado por FERRAN, E., "After the crisis: The Regulation of *Hedge funds* and Private Equity in the EU", *EBOR*, 12, 2011, p. 404.

- La influencia que los *hedge funds* ejerzan en las sociedades en las que inviertan no tiene porqué ser negativa ya que pueden ser los artífices de la reactivación de la Junta General. Sin embargo, se percibe una excesiva dependencia de las sociedades gestoras de este tipo de fondos con respecto al asesoramiento de los *proxy advisors*. Como resultado, puede producirse el efecto contrario, es decir, que su estrategia activista resulte viciada por la emisión de un voto en línea con el consejo de administración dado que éste también acude a los servicios de asesoramiento de las agencias de voto. Por tanto, retornaríamos a la tradicional crítica del voto automático de las instituciones de inversión colectiva.
- En referencia a la AIFM, es prematuro realizar una evaluación sobre la idoneidad de la misma, dado que aún no se ha procedido a su efectiva transposición en la mayoría de Estados miembros. Si bien se puede aventurar, con respecto al objeto del trabajo, que las disposiciones dirigidas a incrementar la transparencia de las tomas de control de sociedades no cotizadas rellenan un vacío legal hasta entonces no regulado a nivel comunitario; aunque puede que haya sido innecesario dado que por contrato los inversores de este tipo de fondos suelen tener acceso a dicha información. Por otra parte, es elogiable la protección del derecho de información al trabajador de las empresas no cotizadas participadas por los fondos de inversión alternativas, aunque podría ampliarse a otros sujetos interesados como los acreedores. Finalmente, las disposiciones relativas al desmantelamiento de los activos pueden llegar a tener un marcado carácter desigualitario respecto a otros fondos a los que no se le aplique la Directiva, por tanto, en el futuro, se debería extender su ámbito de aplicación a cualquier tipo de fondo.