



*Documentos de Trabajo del Departamento de
Derecho Mercantil*

2012/62

3 de octubre de 2012

TITULO: HEDGE FUNDS Y RIESGO SISTÉMICO

Autor: Reyes Palá Laguna

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
E-mail autor: rpala@unizar.es
<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense
<http://www.ucm.es/eprints>
Copyright © 2012 por el autor

HEDGE FUNDS Y RIESGO SISTÉMICO

REYES PALÁ LAGUNA*

PROFESOR TITULAR DE DERECHO MERCANTIL
UNIVERSIDAD DE ZARAGOZA

Resumen: Los Hedge Funds han sido objeto de reciente regulación en EE.UU y en Europa en el intento de tratar de controlar el riesgo sistémico que puede plantear su intervención en los mercados. En este trabajo se ofrece un concepto de HF desde el punto de vista del derecho positivo y se analizan sus principales características y los riesgos que para la estabilidad financiera puede generar su actuación, así como las soluciones normativas previstas al respecto no solo para los Hedge Funds, sino también para las entidades financieras en general, incluyendo el sistema bancario en la sombra.

Palabras clave: Hedge Funds, Riesgo sistémico, sistema financiero en la sombra, prime brokers

Abstract: Hedge funds have been recently regulated at USA and European level. The main purpose of the rules and regulations is the surveillance and control of the systemic risk. In this paper we propose a Hedge Funds definition having in mind the current rules and regulations; we also study the main HF characteristics and risks generated by HF for the financial stability. HF sometimes operate like banks as members of the shadow banking system. Regulatory solutions to the risks posed by the activity of the non banking financial entities in the financial markets are also analyzed

Keywords: Hedge Funds, Systemic Risk, Shadow Banking System, Prime Brokers

* Texto de la intervención presentada en el X Congreso Harvard-Complutense *A Comparative Perspective on Old and New Problems of Corporate and Financial Law Issues*, celebrado en la Harvard Law School entre los días 24 y 27 de septiembre de 2012, con el patrocinio de Allen & Overy (Madrid), Banco Santander, J & A Garrigues, S.L.P, Ilustre Colegio Notarial de Madrid y e Ilustre Colegio de Registradores de España.

El presente trabajo ha sido realizado en el marco del proyecto de investigación *El tratamiento de las sociedades de capital cerradas en la evolución legislativa de la Unión Europea y de las legislaciones nacionales de los Estados Miembros* (DER2010-21436) y es fruto de la estancia de investigación realizada en la Universidad de Harvard durante los meses de junio a septiembre de 2012, estancia financiada por el Gobierno de Aragón (Resolución de 19 de octubre de 2011, del Director General de Investigación e Innovación, de la convocatoria para el año 2012 de subvenciones de fomento de la movilidad de investigadores, BOA de 1 de diciembre de 2011).

HEDGE FUNDS Y RIESGO SISTÉMICO
REYES PALÁ LAGUNA
PROFESOR TITULAR DE DERECHO MERCANTIL
UNIVERSIDAD DE ZARAGOZA

SUMARIO:

I. Concepto de HF desde el punto de vista del Derecho positivo estadounidense y europeo.....	4
II. HF y riesgo sistémico	
A) Introducción y planteamiento.	14
B) Soluciones normativas en EE.UU. para tratar de controlar el riesgo sistémico.	
1) Medidas previstas en relación con las entidades financieras con carácter general.	24
2) Medidas previstas en relación con los hedge funds	
a. El registro de las sociedades gestoras y la remisión de información a los organismos supervisores.....	28
b. Entidades de crédito y hedge funds.....	31
c. La figura de los <i>prime brokers</i> en los hedge funds.	33
3) Soluciones a nivel global para controlar el riesgo sistémico del <i>shadow banking system</i> . Referencia a la Unión Europea.....	38

I. Concepto de HF desde el punto de vista del Derecho positivo estadounidense y europeo

No es fácil dar un concepto unívoco de HF¹. En una primera aproximación, y atendiendo al origen de esta figura², un HF no es más que una entidad constituida con la finalidad de agrupar aportaciones de capital de un número reducido de inversores profesionales para destinarlo a inversiones en valores mobiliarios, instrumentos financieros o en general, en cualquier activo susceptible de generar una rentabilidad en un determinado plazo³.

Los HF son instituciones de inversión colectiva, esto es, instituciones que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos. La definición que de IIC realiza el art. 1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, puede acoger también a los HF, con la salvedad de que éstos no realizan directamente apelación al ahorro público y por tanto no están sometidos a las previsiones que para las IIC armonizadas se establecen en la LIIC. El derecho español sigue la normativa europea sobre IIC de carácter financiero que se definen asimismo en el art. 1.2 de la Directiva 2009/65/CE, del PE y del

¹ Como se dice en la sentencia *Goldstein et al. v. SEC*, de 23 de junio de 2006, (451 F.3d., 873) los HF son "notoriamente difíciles de definir" (451 F.3d., 874). Esta sentencia recoge la definición descriptiva de los mismos contenida en el Informe del *President's Working Group on Financial Markets, Hedge Funds, Leverage and the Lessons of Long-Term Capital Management*, Department of the Treasury, Board of Governors of the Federal Reserve System, SEC y CFTC, Washington, 1999, pág. 1 ("*The term 'hedge fund' is commonly used to describe a variety of different types of investment vehicles that share some common characteristics. Although it is not statutorily defined, the term encompasses any pooled investment vehicle that is privately organized, administered by professional money managers, and not widely available to the public*"). La propia *Securities Exchange Commission* (SEC) reconoce que la expresión *hedge fund* carece de precisa definición jurídica y universalmente aceptada (SEC, *Implications of the Growth of HF, Staff Report*, Septiembre de 2003, pg. 3, disponible en <http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds09O3.pdf>). D.A. Vaughn recoge hasta 14 definiciones de HF procedentes tanto de documentos oficiales como de textos del sector privado. (VAUGHN, D.A., *Comments for the US. SEC. Roundtable on Hedge Funds*, Washington, 13 de mayo de 2003, <http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm>). Como se indica el Juez Randolph en *Goldstein v. SEC*, una definición más precisa puede alcanzarse delimitando los HF desde un punto de vista negativo (*Hedge funds may be defined more precisely by reference to what they are not*. cit. 876), cuestión de la que nos ocupamos en texto en este epígrafe.

² Parece que el primer *hedged fund* fue creado por Alfred Winslow Jones en 1949, quien junto con otros cuatro socios, constituye la sociedad "A.W. Jones and Co." bajo la forma de la *limited partnership* y un capital inicial de 100.000 dólares

³ LEMKE, Th.P., LINS, G. T, HOENIG, K.L., RUBE, P.S., *Hedge funds and other private funds: Regulation and Compliance*, Securities Law Handbook Series, 2011-2012 edition, West, Thomson Reuters, Eagan, MN, 2011 pg. 1

Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (se cita en adelante como Directiva UCITS) como aquellos organismos "cuyo objeto exclusivo sea la inversión colectiva, en valores mobiliarios o en otros activos financieros líquidos (..) de los capitales obtenidos [del público] y cuyo funcionamiento esté sometido al principio de reparto de riesgos (..) ". El art. 1.2 de la Directiva añade la referencia a la recompra de participaciones a petición de los partícipes con cargo a los activos del "organismo". Esta característica ha de ser matizada en el caso de los HF ya que suele ser habitual que la recompra de participaciones esté sometida a un periodo de *lock-up* (suspensión de este derecho para el partícipe o accionista de la IIC) de entre uno y dos años de duración.

En el Derecho estadounidense, la sección 3(a)(1) de la *Investment Company Act* de 1940, define a las *investment companies* (IIC de carácter financiero) como *any issuer which— (A) is or holds itself out as being engaged primarily, or proposes to engage primarily, in the business of investing, reinvesting, or trading in securities; (B) is engaged or proposes to engage in the business of issuing face-amount certificates of the installment type, or has been engaged in such business and has any such certificate outstanding; or (C) is engaged or proposes to engage in the business of investing, reinvesting, owning, holding, or trading in securities, and owns or proposes to acquire investment securities having a value exceeding 40 per centum of the value of such issuer's total assests (exclusive of Government securities and cash items) on an unconsolidated basis*⁴. No se pone el acento, pues, en el principio de reparto de riesgos sino en la actividad de inversión o negociación en valores y en la emisión de los certificados de las participaciones o acciones de la IIC⁵.

La *Investment Advisers Act* de 1940 no define los HF sino que ofrece una visión más amplia al establecer la categoría de los *private funds*, del mismo modo que en el Derecho europeo contamos con el concepto de de fondos de inversión alternativa (FIA). La *Investment Advisers Act*, norma que recoge el régimen aplicable a las

⁴ La S. 3 de la *Investment Company Act*, como es habitual en la técnica legislativa estadounidense, recoge a continuación un amplio catálogo de exclusiones. Son entidades a las que no les es de aplicación la ICA, aún cuando pudieran ser consideradas *investment companies*; éste es precisamente el caso de las gestoras de HF [s. 3(a)(7) ICA]

⁵ También es característico de los HF estadounidenses el que estén domiciliados fuera de los EE.UU. a diferencia de sus sociedades gestoras, de nacionalidad estadounidense (v. *Hedge Funds, Leverage and the Lessons of Long-Term Capital Management*, Report of the President's Working Group on Financial Markets, 1999, cit., pág. 1)

gestoras de IIC, define a los *private funds* [sec. 202 (a) (29)] como aquellas entidades que, si bien tiene la naturaleza de *investment company* (sociedad o fondo de inversión o *trust*)⁶ ex sec. 3 de la *Investment Company Act* sus activos no pertenecen a más de 100 personas que no tengan la consideración de inversores cualificados y además no se realiza ofrecimiento público de sus valores o captación del ahorro público [v. s. 3 (c) (7) *Investment Company Act*]. A estas gestoras no les era de aplicación la *Investment Advisers Act*, 1940 ni la *Investment Company Act*, 1940, en lo que respecta *grosso modo* a la obligación de inscripción o registro y a la información pública periódica precisamente por la consideración de fondo privado de los activos que gestionan. Esta situación permaneció hasta la gran reforma financiera de 2010 en la que se instaura la obligación de registro en la SEC de las grandes gestoras de HF y de *private funds* en general⁷. La misma definición de HF, por exclusión respecto de las *investment companies*, se recoge asimismo en la *Bank Holding Company Act* de 1956. La sección 13 (b) (2) de la BHC Act incorpora una delegación reglamentaria a las agencias con competencia en la materia (en nuestro caso, la SEC) para establecer qué otras estructuras asociativas pueden incorporarse al concepto de HF. De esta manera, se pretende conseguir un concepto jurídico abierto que permitirá a los reguladores incorporar mediante *Rule* las nuevas figuras que surjan en los mercados financieros⁸.

Además del legislador estadounidense, la SEC ha elaborado una definición de HF a los efectos de determinar qué entidades gestoras de *hedge funds* y otros *private funds* han de remitir determinada información en atención al volumen de activos negociados. Esta definición, asimismo descriptiva, la expone la SEC en el *Form PF*, que trae causa de la *Rule Reporting by Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors on Form PF*⁹. No todos las gestoras de HF, como veremos, están obligadas a registrarse en la

⁶ Téngase en cuenta que el término "company" se emplea con gran amplitud, recogiendo estructuras asociativas diversas, que incluyen al *trust* y al *fund* (s. 2 (a) (8) ICA: "*Company*" means a corporation, a partnership, an association, a joint stock company, a trust, a fund or any organized group of persons whether incorporated or not; or any receiver, trustee in a case under title 11 of the United States Code or similar official or any liquidating agent for any of the foregoing, in his capacity as such").

⁷ No podemos entrar aquí en esta cuestión, de la que ya dimos noticia en la RDMV, 11, 2012, págs. 281 y ss.

⁸ Los reguladores que pueden establecer normativa de desarrollo [S. 13 (b) (2) (B) BCH Act son: (i) respecto a las *insured depository institutions*, las agencias federales competentes: el *Board* (la Reserva Federal), la OCC y la FDIC de forma conjunta (ii) el *Board* respecto a la matriz del grupo bancario o la entidad no bancaria sometida a su supervisión, (iii) la CFTC y la SEC respecto de las entidades respecto de las que actúan como principal regulador.

⁹ Release No. 3308, 31 de octubre de 2010

SEC ni a remitir información pública periódica a la misma. Únicamente las gestoras cuya crisis puede ser considerada sistémicamente relevante han de remitir información a las autoridades supervisoras.

A efectos de cumplimentar el extenso formulario *Form FP*, la SEC entiende por HF cualquier fondo privado que reúna al menos una de las siguientes tres características: que la comisión que perciban los gestores sea calculada teniendo en cuenta las ganancias aún no realizadas, que estos fondos tengan un elevado nivel de apalancamiento, entendiéndose por tal que puedan solicitar en concepto de préstamo una cantidad superior a una vez y media el valor de sus activos netos o que puedan tener una exposición a nocionales que exceda en el doble de su activo neto y por último, que la entidad realice ventas a corto plazo¹⁰.

Son, pues, un tipo de institución de inversión colectiva cuya característica fundamental es que no realizan captación de ahorro del público, sea porque estemos ante fondos cerrados, sea porque sus gestoras no realizan actividades publicitarias de comercialización dirigidas a un grupo indiscriminado de personas. En los HF invierten grandes patrimonios procedentes de inversores institucionales o profesionales, (incluyendo lo que en USA se conoce como *wealthy investors*) y frecuentemente sus gestores invierten en los HF que gestionan. En atención a ambas características, tradicionalmente han estado exentos de supervisión por parte de las autoridades competentes.

Al no realizar emisiones o ventas públicas de las partes alícuotas de su capital o de su patrimonio, no están sometidas a la normativa que regula las ofertas públicas de suscripción o venta de valores, normativa que surge en Estados Unidos para tratar de evitar los abusos que condujeron a la Gran Depresión tras la crisis de 1929 y que instauró la filosofía de la *full disclosure* y la obligación de registro de estas operaciones en la Securities Exchange Commission (SEC)¹¹. Las legislaciones

¹⁰ SEC, *Form PF. Glossary of Terms* (www.sec.gov)

¹¹ *Securities Act*, 1933 y *Securities Exchange Act*, 1934. En Europa, la normativa de transparencia comprende señaladamente la Directiva 2003/71/CE, del PE y del Consejo de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores; la Directiva 2004/109/CE, del PE y del Consejo de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado; la Directiva 2007/14/CE, de la Comisión, de 8 de marzo de 2007, por la que se establecen disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y el Reglamento (CE) n.º. 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos así como el formato, incorporación por referencia,

europas han seguido este modelo en su Derecho del mercado de valores. En todas ellos la normativa sobre IIC es objeto de ley especial, frente a la general Ley del mercado de valores, ley especial que responde a los mismos planteamientos de transparencia y de protección del *retail investor*.

Por tanto, una primera característica de los HF que los distingue desde el punto de vista normativo de las IIC tradicionales es su consideración como fondos privados. Esta categoría (*private fund*), procede del Derecho estadounidense y se ha asumido al menos en parte en la UE.

El concepto de *private fund* es más amplio que el de HF puesto que comprende también a las sociedades y fondos de capital riesgo y a cualesquiera otros fondos que no realicen captación del ahorro público. De ahí que tanto en Derecho europeo como en el estadounidense el número de accionistas o partícipes haya de ser necesariamente reducido puesto que el alcanzar una cifra elevada de inversores podría suponer la realización de actividades publicitarias y con ello la captación del ahorro del público, algo que les está vedado a estos *private funds* si quieren permanecer sometidos a una normativa *de minimis* por contraposición a las IIC tradicionales.

En el Derecho europeo, siguiendo el planteamiento del Derecho estadounidense, la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (conocida por su acrónimo inglés AIFMD) recoge una definición descriptiva, por exclusiones, de los *Alternative Investment Funds*. Este tipo de definiciones descriptivas, no resultan muy esclarecedoras a efectos doctrinales, más tienen la ventaja de su adaptabilidad a las nuevas realidades.

La AIFMD a la hora de definir los "fondos de inversión alternativa", parte del concepto de institución de inversión colectiva contenido en la Directiva 2009/65/CE, del PE y del Consejo, (Directiva UCITS), para definir a los HF y demás FIAs por exclusión, esto es, como aquellas instituciones de inversión colectiva que no requieren autorización al amparo de la Directiva UCITS [art. 4(b) AIFMD]. Y la

publicación de dichos folletos y difusión de publicidad. Hay que mencionar asimismo los requisitos que en materia de transparencia pre y post negociación se establecen en la MiFID, (Directiva 2009/34/CE, del PE y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros), actualmente en fase de revisión.

Directiva UCITS no considera IIC sometidas a sus disposiciones a las IIC de tipo cerrado y a aquellas que obtengan capitales sin promover la venta de sus participaciones entre el público [art. 3 letras a) y b) de la Directiva UCITS]. Lo que equipara los FIAS a lo que en EEUU se conoce como fondos privados.

Por tanto, podemos inferir tanto de la regulación estadounidense como de la europea que la característica fundamental que ha de concurrir en una IIC para que sea calificada como HF es que no realice apelación al ahorro público o captación de fondos de forma masiva entre los potenciales inversores. Subyace, pues la misma filosofía que dió origen a la normativa sobre ofertas públicas de suscripción y venta de valores en EE.UU. (Securities Act, 1933)

Sin embargo podría intentarse la elaboración de un concepto general de HF, que comprendiera al menos a los sistémicamente importantes ya que es sobre éstos sobre los que debe incidir la normativa y la actividad que en materia de supervisión realizan las autoridades administrativas competentes.

Respecto a los *hedge funds* que no son sistémicamente importantes, debemos preguntarnos hasta qué punto es necesario establecer una regulación sobre los mismos más allá de la aplicable en materia de normas de conducta a los intervinientes en los mercados de valores, ya que estamos ante instituciones que no realizan captación del ahorro público y no se dirigen, pues, a pequeños inversores. Estos fondos integrados por aportaciones de inversores institucionales o profesionales, o simplemente por inversores titulares de grandes patrimonios, pueden tener invertidos libremente sus activos, como cualquier otro inversor que actúa en los mercados de valores. Y de hecho se encarga la gestión del patrimonio, fondo o sociedad de inversión, a gestoras especializadas que normalmente percibirán un 20% del beneficio obtenido por el fondo o fondos además de una comisión de administración.

La cuestión es distinta cuando estamos ante grandes IIC de inversión libre¹², o *hedge funds* cuya crisis puede afectar al sistema financiero en su conjunto e implicar riesgo sistémico. En ese caso, sí que es necesario someterlos a unas normas de supervisión prudencial. La tendencia en Europa y Estados Unidos es la de aplicar las normas previstas para las entidades de crédito a estos grandes HF y a someterlos a

¹² Es la expresión utilizada por el RD 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 IIC (art. 73).

los mismos controles por parte de los supervisores financieros, como veremos más adelante.

Planteado en estos términos el concepto de HF, es preciso hacer referencia a una segunda característica de los HF sistémicamente importantes, cual es el recurso al apalancamiento (*leverage*) en sus estrategias de inversión¹³.

De esta segunda característica también participa el sector del capital riesgo, lo que trae a colación otro debate del que no nos podemos ocupar en este trabajo sobre si el tratamiento de las sociedades y fondos de capital riesgo que acuden al apalancamiento en el desarrollo de su actividad, debieran ser conjunto con el sector de los HF. Creemos que la respuesta ha de ser afirmativa, al menos en lo que respecta al control del riesgo sistémico de las sociedades y fondos de capital riesgo más importantes. Esta es por otra parte la posición de la AIFMD.

Se trata, pues, de someter a supervisión y control (lo que implica, entre otras cosas, la remisión por los gestores de estos fondos de información pública periódica al supervisor financiero) el nivel o la ratio de apalancamiento respecto del capital o patrimonio para aquellos HF sistémicamente importantes¹⁴. En algunos ordenamientos jurídicos incluso existen límites al endeudamiento que pueden mantener los HF; es el caso de España, en donde el art. 73 I) RIIC obliga a establecer en el folleto el límite de endeudamiento, que no podrá superar en cinco

¹³ Un ejemplo extremo de apalancamiento fue el del banco de inversión *Bear Stearns*, con una *ratio* de *leverage* de casi de 33 a 1 noviembre de 2007. Esta *ratio* tan elevada supone que un descenso mínimo en la valoración de los activos, como es el del 3%, conlleva la total descapitalización de la sociedad. *Bear Stearns* gestionaba dos grandes HF, a los que también prestaba servicios como *prime broker*, aportándoles liquidez en todo momento. El rescate de estos HF por parte de *Bear Stearns* precipitó la crisis de la compañía. *Bear* fue adquirida por JP Morgan en marzo de 2008 con un descuento de aproximadamente el 93% sobre el último precio de cotización y el apoyo de la Reserva Federal a la operación [*In Re the Bear Stearns Companies, Inc. Securities, Derivatives and ERISA, Consolidated Class Action Complaint for Violations of the Federal Securities Laws, Securities Action*, 08-Civ-2793 (RWS), U.S. District Court Southern District of New York, 27 de febrero de 2009].

¹⁴ En EE.UU. la cuestión se planteó tras la crisis en 1998 del *Long Term Capital Management Fund* ("The principal policy issue arising out of the events surrounding the near collapse of LTCM is how to constrain excessive leverage. By increasing the chance that problems at one financial institution could be transmitted to other institutions, excessive leverage can increase the likelihood of a general breakdown in the functioning of financial markets. This issue is not limited to hedge funds; other financial institutions are often larger and more highly leveraged than most hedge funds". (President's Working Group on Financial Markets, *Hedge Funds, Leverage and the Lessons of Long-Term Capital Management*, cit., 1999, pág. ii). Pero no se reformó la legislación hasta el año 2010.

veces el valor del patrimonio de la IIC ¹⁵.

Hasta la fecha ha sido generalizado el que los HF recurran al apalancamiento en sus estrategias de inversión ¹⁶. Esta segunda característica va unida a la utilización de las más variadas políticas inversoras por parte de los gestores de los HF. Dicho de otro modo, no les son aplicables las restricciones que a la política de inversiones de las IIC armonizadas establece la legislación europea, tanto respecto a los porcentajes máximos de adquisición de activos, como, sobre todo, de la operativa en derivados ¹⁷. También es muy frecuente en los HF el recurso a las ventas en descubierto, como una parte importante de sus arriesgadas estrategias de inversión, *naked short sellings* que tienen lugar no sólo en las bolsas de valores o mercados equivalentes, sino especialmente en los de derivados OTC cuyo subyacente lo constituyen, entre otros, valores de deuda pública. Los HF utilizan posiciones muy complejas como cobertura (*hedge*), posiciones tan complicadas que incluso no han sido comprendidas por los supervisores en el ejercicio de su función ¹⁸. Son IIC que buscan el retorno positivos en cualquier circunstancia de mercado; de ahí que en ocasiones se les denomine también fondos de retorno absoluto.

En tercer lugar, los HF de forma generalizada aplican una política de comisiones distinta de la de las IIC armonizadas. No hay límites en cuanto a la percepción de las mismas por los gestores de estos fondos privados, pero sí que se va imponiendo en la actualidad la obligación de comunicación al supervisor de las políticas de

¹⁵ En Francia los *OPCVM à Regles d'Investissement Allégées et avec Effet de Levier*, ARIA EL, tienen limitadas determinadas operaciones que implican endeudamiento (Arts. L. 214-35, L. 214-35-1 y Arts. R. 214-29 y ss. del *Code monétaire et financier* art. 413-1 y ss. del Reglamento General de la *Autorité des Marchés Financiers*, (AMF). La normativa francesa sobre HF está en proceso de reforma para adaptarla a la AIFMD

¹⁶ Los datos sobre el nivel global de leverage de los HF varían en los distintos estudios, desde la ratio de 1,4 a 1 en 2008 (SHABAD, H., *Hedge Funds and the Financial Market. Hearing before the Committee on Oversight and Government Reform. House of Representatives, 110 Congress, 2nd. Session, November 13, 2008,, Serial No. 110-210*, Washington 2010, pág. 73, con cita de un informe del International Monetary Fund del mismo año), hasta el 3,9 a 1 en 2007 (BLUNDELL-WIGNALL, A., *An Overview of Hedge Funds and Structured Products: Issues in Leverage and Risk*, OCDE, 2007, pág. 48, www.oecd.org/dataoecd/36/62/40972327.pdf). Indica SHABAD, en el intento de destruir la presunción de que son los HF los que tienen los niveles de apalancamiento más elevados en el sector financiero, que algunos bancos integrados en conglomerados financieros tenían en 2008 un nivel de apalancamiento de más de 20 a 1 (cit. pág. 73).

¹⁷ Para el BCE, la posibilidad de utilizar estrategias de inversión sin restricciones y apalancadas constituye la base de las actividades de estos *hedge funds* ("Hedge funds: Evolución e implicaciones" *Boletín mensual del Banco Central Europeo*, núm. 1, enero de 2006, págs. 70-71.

¹⁸ Quizá esta complejidad haya influido en la tendencia en el sector financiero a la obligatoriedad de mantener procedimientos periódicos de autocontrol o control interno que la práctica ha revelado ineficaces. El supervisor en ocasiones no llega a comprender hasta sus últimas consecuencias la naturaleza de los productos que mantienen estas entidades en cartera o las actividades como *prime broker* de una entidad del grupo financiero, y delega parte de su función en la propia entidad supervisada.

retribuciones de estos gestores (v. ad. ex art. 13 y Anexo II AIFMD), más por razones políticas que por causa de evitar el riesgo sistémico. Y es que las elevadas retribuciones que pueden llegar a percibir los directivos de los HF han suscitado reacciones adversas entre el electorado de Estados Unidos y Europa¹⁹. Normalmente los gestores de HF perciben una retribución sobre beneficios del 20% de las ganancias anuales del fondo o fondos que gestionan más una comisión de gestión del 2% para cubrir los gastos de gestión del fondo, esta última percibida trimestralmente.

Como decíamos al principio de este epígrafe, la definición de HF que se recoge en la jurisprudencia estadounidense y por la propia SEC, es una definición descriptiva y de carácter negativo²⁰, técnica seguida asimismo en la legislación europea.

Los HF se regulan por primera vez en nuestra país con el desarrollo reglamentario de la LIIC²¹. El art. 43 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva, dedicado a las IIC de inversión libre, establecía una serie de requisitos que habían de cumplir estos fondos para acogerse a la libertad de inversiones. En concreto, y a nuestros

¹⁹ El CEO que llevó a la quiebra a *Lehman Brothers*, reconoció haber percibido sólo 310 millones de dólares entre los años 2000 y 2007. La cantidad hubiera sido mayor si Lehman no hubiera quebrado. El presidente de la Comisión del Congreso que investigó la quiebra de Lehman le imputaba la percepción de 485 millones de dólares en el mismo periodo (http://www.businessweek.com/magazine/content/10_19/b4177056214833.htm). Entre 2000 y 2008 los altos ejecutivos de *Bear Stearns* y *Lehman Brothers* desviaron flujos de caja de USD 1.400 millones y mil millones, respectivamente, para sus bonus y ventas de acciones (BEBCHUCK, L.A., COHEN, A. y SPAMANN, H., *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008*, *Yale Journal on Regulation*, 27, 2010, págs. 257-282, págs. 259-60, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1513522). Al fundador de la gestora de HF *Bridgewater Associates*, se le calcula una fortuna de 10 mil millones de dólares (<http://www.forbes.com/profile/ray-dalio/>). En 2011 recibió 3.800 millones de dólares en concepto de remuneración (<http://money.cnn.com/2012/03/30/markets/top-earning-hedge-fund-managers/index.htm>).

²⁰ Señala la SEC que con la expresión *hedge funds* generalmente se hace referencia a una entidad que posee o gestiona un conjunto de valores y otros activos de forma colectiva, que no registra sus ofertas de emisión o venta de valores al amparo de la normativa sobre ofertas públicas ni está registrada como *investment company* ex *Investment Company Act* (SEC Staff Report, *Implications of the Growth of Hedge Funds*, cit. viii)

²¹ Como indica GARCÍA TOBAJAS, el régimen de estas instituciones no estuvo plenamente operativo hasta que se aprobó la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la CNMV, sobre IIC de inversión libre (GARCÍA TOBAJAS, A., *Comentario sobre la nueva normativa de Hedge Funds. Reforma y temas pendientes*. CNMV, monografía 28, diciembre 2007, pág. 9). Para un estudio del régimen jurídico de los HF en Derecho español, v. AA.VV. *Régimen jurídico y económico de los Hedge Funds* (dir. B. Rico Arévalo), Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2008.

efectos, el que las actividades de comercialización del fondo se dirigieran a inversores profesionales, o bien que el desembolso inicial mínimo fuera de 50.000 euros por inversor, con independencia de la condición de profesional de éste. En estos casos, no les era aplicable la política de comisiones prevista en la LIIC y el Reglamento (comisiones de suscripción, gestión, depósito y reembolso) ni tampoco los límites de diversificación de inversiones. También podían acogerse a una política distinta de reembolsos y no era necesario que contaran con un número mínimo de partícipes o accionistas. Este RD ha sido derogado por el RD 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. El artículo 73 RD 1082/2012 no introduce cambios en el régimen de las IIC de inversión libre, manteniéndose el régimen vigente en España desde el año 2006. Por tanto, en Derecho español la característica principal de los *hedge funds* es que no pueden comercializarse entre el público en general²², quedando limitadas las actividades de comercialización a los inversores profesionales. Por actividades de comercialización, el art. 2 1 LIIC entiende "la captación mediante actividad publicitaria de clientes para su aportación a la Institución de Inversión Colectiva de fondos, bienes o derechos". La s.3 (c) 7 de la IAC, define la captación del ahorro público a estos efectos efectos como la realización de ofertas públicas de valores a inversores que no tienen la calificación de *qualified purchasers*.

La características principales, pues, de los HF son, en primer lugar su carácter de fondos privados; en segundo lugar, el empleo de sofisticadas técnicas de inversión con recurso al apalancamiento y en tercer lugar, la existencia de una política de retribuciones principalmente en función de los resultados colectivos del fondo.

Hasta fechas recientes no existía obligación de registro ante la SEC de los gestores de HF. La crisis económica en la que nos encontramos inmersos ha puesto de manifiesto la necesidad de supervisar la actividad de los HF sistémicamente importantes, lo que implica que las gestoras de HF queden al menos sometidas a la obligación de registro ante los supervisores financieros (obligación que no existía

²² Existe un régimen especial para las IIC de IIC de inversión libre recogido en el art. 74 del Reglamento. Para estos FoHF (fondos de fondos de inversión libre) no rige ni la regla del desembolso mínimo ni la exigencia de la condición de inversor profesional de sus clientes o potenciales clientes. Pero con anterioridad a la suscripción de las participaciones, el inversor deberá dejar constancia por escrito de que conoce los riesgos inherentes a la inversión [art. 74 1 j) RIIC].

con carácter general en EE.UU. antes de la entrada en vigor de la *Dodd-Frank Act* 2010²³) y que se les exija la comunicación de determinada información que se considera de interés para valorar el riesgo sistémico de estas entidades.

La certeza de que a nivel individual, por medio de la legislación nacional de cada país, no es posible evitar la comunicación de riesgos entre los intermediarios financieros llevó al G20 a adoptar una serie de acuerdos en la materia cuya consecuencia principal es la propuesta y aprobación en las jurisdicciones de sus miembros de una normativa cuyo principal objetivo es tratar de evitar la situación que llevó a la crisis de 2008. De esta cuestión nos ocupamos en el epígrafe siguiente.

II. HF y riesgo sistémico

A) Introducción y planteamiento

La innovación financiera es un fenómeno paralelo al desarrollo de los modernos mercados de capitales. Sin perjuicio del carácter cíclico de la economía capitalista, y por consiguiente del acaecimiento de crisis periódicas, ante situaciones de abuso por parte de los intermediarios financieros, situaciones que suelen coincidir con las fases previas al estallido de una crisis en los mercados de valores o de crédito, el legislador reacciona, usualmente con retraso, para tratar de evitar que en el futuro se vuelvan a producir crisis financieras de gran entidad que inciden directamente en la economía real.

En los últimos cien años podemos afirmar que las dos grandes crisis financieras que han sufrido los países desarrollados son la iniciada en 1929 con el *crack* de la Bolsa de Nueva York y la que convencionalmente se data en 2008, tras la quiebra de *Lehman Brothers*. Ambas se originan en los Estados Unidos y ambas han causado las dos mayores respuestas legales que han implicado la reforma en profundidad de los mercados de valores existentes.

La crisis de 1929 tuvo como consecuencia el establecimiento de las leyes

²³ *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* 2010, Ley firmada por el Presidente Obama el 21 de julio de 2010. En palabras del Tesoro estadounidense, estamos ante el conjunto más relevante de reformas financieras desde la Gran Depresión (REYES, A., *Reforming Wall Street, Protecting Main Street: An Update on Wall Street Reform*, 18 de julio de 2012, <http://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/wall-st-reform-update.aspx>).

estadounidenses de principios de los años 30 y 40, leyes que continúan vigentes en la actualidad; la de 2008 ha dado lugar a la segunda gran reforma normativa de los mercados de valores y de crédito con la aprobación EE.UU. de la Dodd-Frank Act de 2010, Ley de más de 2.500 páginas de extensión.

La innovación financiera, la informatización de los procedimientos de negociación en mercados financieros y la globalización económica han provocado que la actual crisis sea más compleja en su tratamiento legal que aquella con la que puede ser comparada (1929). La legislación de la época trató de dar respuesta a la necesidad de regular el ofrecimiento al público de valores (Securities Act 1933), la negociación en Bolsa (Securities Exchange Act, 1934) las inversión colectiva (Investment Company Act, 1940) y las actividades de los gestores y asesores de inversiones (Investment Advisers Act, 1940). La perspectiva en el siglo pasado era más sencilla desde el momento en el que los únicos mercados con volumen suficiente como para requerir regulación eran las Bolsas de valores. La instauración de la filosofía de la *full disclosure* como paradigma de la regulación de los mercados de valores, lo que redundaba en una mayor protección del inversor, continúa vigente en la actualidad. Sin embargo, la complejidad de los productos financieros que circulan en los mercados, organizados o no, es cada vez mayor. Podríamos fechar el origen de esta creciente complejidad en la aparición de los modernos mercados de derivados financieros en 1973, cuando en Chicago se crea el *Chicago Board Options Exchange*. Con el paso del tiempo han surgido otros mercados y plataformas de negociación de activos financieros, organizados o no, y se desarrollaron especialmente a principios del siglo XXI los *mercados* OTC de derivados (sin cámara de contrapartida central, mercados en los que la liquidación se realiza bilateralmente entre las partes contratantes). Si a ello le sumamos la desregulación que se ha producido en el sector de los mercados de capitales y la colocación de productos de alto riesgo directa o indirectamente (a través de la titulización se crean valores mobiliarios que incluyen como subyacente, por ejemplo, derivados sintéticos) entre los inversores incluso minoristas, además del auge de los CDSs y CDOs, productos negociados OTC, tenemos como consecuencia *grosso modo* un notable incremento del riesgo sistémico²⁴, incremento que ha de preocupar a las autoridades económicas de cualquier país aunque éste no sea un centro importante de actividad financiera como EE.UU. o Gran Bretaña.

²⁴ Entendido éste como la interrupción del flujo de servicios financieros provocado por el deterioro de todo o de parte del sistema financiero que puede tener graves consecuencias negativas para la economía real (IMF/BIS/FSB, *Report to G20 Finance Ministers and Governors Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations* Octubre de 2009, pág. 6)

Por poner un ejemplo, con datos del Banco Internacional de Pagos el importe de los nacionales en los mercados de derivados OTC fue de USD 647.762 millardos en diciembre de 2011, esto es, de 647.762 billones de dólares ²⁵.

Comienza a extenderse la consideración de la estabilidad financiera como un bien público que ha de garantizarse por el Estado. En el sector bancario tradicional contamos con una regulación –más o menos estricta según las épocas de los s. XX y XXI que analicemos– de carácter nacional que por mostrarse insuficiente para controlar el riesgo sistémico los grandes grupos bancarios que operan a nivel transfronterizo, dió lugar al establecimiento de organismos internacionales (*ad ex.* el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en 1975) organismos en los que los países más desarrollados acuerdan los principios básicos o estándares para una regulación común que será adoptada en cada uno de sus miembros y aplicada de modo uniforme por los supervisores bancarios nacionales. Estos estándares comunes²⁶ fueron con el paso del tiempo estableciéndose en otros ámbitos, como el de la contabilidad de las grandes empresas cotizadas (*International Accounting Standards*) y tras la crisis de 2008, se ha constatado que el riesgo sistémico no sólo ha de prevenirse en el sector bancario *strictu sensu* sino en el parabancario: mercados de valores y de crédito (*shadow banking system*). Se han creado organismos internacionales como *Financial Stability Board* que elaboran estándares comunes aplicables a las empresas y actividades de intermediación financiera más allá del sector bancario tradicional, a la vista de las consecuencias que la crisis de entidades financieras no bancarias tienen para la economía real.

Nace de esta manera una estructura que a nivel internacional actúa con mecanismos propios del *soft law* ante la inexistencia de una autoridad financiera mundial y cuya eficacia para responder a la necesidad de evitar el riesgo sistémico depende de la voluntad de los Estados -en el caso de Europa, de la Unión europea- de implementar estos estándares en sus legislaciones nacionales.

De modo paralelo, en Estados Unidos y en la Unión Europea se han creado a su vez organismos internos para velar por la estabilidad financiera (*Financial Stability Oversight Council*, Junta Europea de Riesgo Sistémico) para detectar a nivel

²⁵ *BIS Quarterly Review*, Junio 2012, pág. A 131

²⁶ V. los recientes acuerdos citados comúnmente como Basilea III en http://www.bis.org/list/bcbs/tid_132/index.htm

regional los riesgos que supone la actividad de grupos financieros *too big to fail*. La respuesta ha sido más contundente desde el punto de vista jurídico en los Estados Unidos que en la Unión europea, al dotar a las autoridades supervisoras del sector financiero de mayores competencias para imponer medidas que traten de paliar el riesgo sistémico de estos grandes conglomerados²⁷.

Pero la globalización y actuación transfronteriza de estos grupos, más allá del mercado doméstico estadounidense o europeo, hacen necesario también el fomento de los deberes de cooperación entre las autoridades supervisoras a través de acuerdos de cooperación y del establecimiento de comités o colegios de supervisores integrados por los reguladores de los Estados en los que dichas entidades realizan un volumen importante de su actividad financiera.

En la actualidad, junto con la modificación de la normativa aplicable a las entidades de crédito (recursos propios, riesgo de crédito en operaciones con derivados financieros, etc.), es necesario realizar una aproximación similar para los intermediarios financieros no bancarios que en muchos casos actúan de forma similar a las entidades de crédito en los mercados de valores y de productos financieros.

Es aquí donde se ha planteado el debate acerca de los *Hedge Funds* y otros fondos (*ad.ex.* capital-riesgo) ya que las consecuencias que puede tener la crisis de estas entidades en el riesgo sistémico han llevado a los Estados y organismos internacionales a reflexionar sobre la necesidad de una regulación más estricta en lo que se refiere, por ejemplo, a su nivel de apalancamiento, su actividad de *short selling* o a su inversión en productos financieros derivados, máxime cuando muchos de los inversores en estos fondos no sometidos a la legislación *tradicional* en materia de instituciones de inversión colectiva son fondos de pensiones, fondos soberanos o incluso las propias entidades de crédito, lo que pone de manifiesto las conexiones ente ambos sectores y los distintos mercados.

Debemos afirmar que es prácticamente unánime la opinión entre los expertos de que

²⁷ Como se indica más adelante, la legislación estadounidense otorga al *Board of Governors* de la Reserva Federal, entre otras, la competencia para obligar a una entidad a la venta de determinados activos (S. 121 *Dodd-Frank Act*).

los HF no han sido la causa de la crisis en la que nos vemos inmersos²⁸; opiniones procedentes no solo del ámbito académico o profesional, incluyendo la de los propios supervisores²⁹, sino que también el poder legislativo coincide con esta tesis³⁰. Sentado lo dicho, hemos de afirmar que los *hedge funds* han contribuido a amplificar los efectos de la crisis financiera dadas las conexiones existentes en su actividad diaria en los mercados con el sector bancario tradicional y las sociedades de valores. Creemos que los *prime brokers* (bancos de inversión o sociedades de valores) han sido sistémicamente más importantes en la comunicación de los efectos de la crisis de una entidad al resto de los intervinientes en los mercados que los propios *hedge funds*, forzados a liquidar posiciones por la entrada en funcionamiento de los *margin calls* que les vinculan con estos *prime brokers*.

Y es que actuación de los HF en los mercados puede suponer un peligro para la estabilidad financiera, ya que genera riesgos tanto en los flujos crediticios como en el funcionamiento de los propios mercados de valores y otros activos financieros³¹.

Respecto a los flujos crediticios, los riesgos pueden producirse desde el momento en el que la crisis de un HF o de un grupo de ellos implica pérdidas para sus contrapartes (por ejemplo, entidades de crédito o empresas de servicios de inversión), lo que tiene lugar cuando los bancos o ESIs han financiado al HF, de ahí que la quiebra de un gran HF o grupo de ellos pueda tener una considerable repercusión en las entidades de crédito a ellos expuestos, especialmente en los casos de mala gestión por las entidades de crédito o ESIs de sus exposiciones a los HF. Las pérdidas en el valor de las inversiones de un HF, cuando el HF presenta una exposición significativa al riesgo, pueden ocasionar graves perjuicios económicos para sus contrapartes y desestabilizar sus balances, con la consiguiente

²⁸ Indica algún autor que la volatilidad anual de los HF en el decenio 1998/2008 fue de 7.2, mientras que la del S&P del 15,4 (SIMONS, H., *Hedge Funds and the Financial Market. Hearing before the Committee on Oversight and Government Reform. House of Representatives, 110 Congress, 2nd. Session, November 13, 2008,, Serial No. 110–210*, Washington 2010, pag. 137)

²⁹ V. las opiniones de los profesores D. Ruder, A. Lo, J. Bankman y H.B. Shadab; de G. Soros, J.A. Paulson, J. Simons, F.A. Falcone y C.K. Griffin (estos 5 últimos los gestores de HF con mayor rentabilidad en 2007) y de la propia SEC (*Hedge Funds and the Financial Market. Hearing before the Committee on Oversight and Government Reform. House of Representatives, 110 Congress, 2nd. Session, November 13, 2008,, Serial No. 110–210*, Washington 2010, passim)

³⁰ V. 11th Senate, 2nd session, *The Restoring American Financial Stability Act, 2010, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Senate Committee Report* núm. 111-176 (30 de abril de 2010), pág. 38.

³¹ V. FSA, *Assesing the Possibles Souces of Systemic Risk from Hedge Funds. A Report on the findings of the FSA's Hedge Fund Survey and Hedge Fund as Counterparty Survey*, Febrero de 2012.

crisis de estas entidades de crédito o ESIs que, estas sí, pueden ser sistémicamente relevantes por la vía del contagio entre entidades de crédito o ESIs.

En relación con los mercados, uno o varios HF pueden actuar como inversores de gran importancia o como proveedores de liquidez de determinados activos financieros. En situaciones de tensión financiera, en las que puede existir un incremento de las correlaciones entre distintas clases de activos financieros, la liquidación de posiciones obligada por parte de un HF puede causar distorsiones temporales en el mercado de liquidez o de precios de esos activos, lo que puede acarrear a su vez perjuicios a otros participantes en el mercado. Estas situaciones se ven agravadas por la situación de apalancamiento de estos HF, especialmente si se produce una “estampida financiera” que desencadene la entrada en funcionamiento de los *margin calls*³².

Todo lo expuesto pone de manifiesto la complejidad del sistema financiero actual y la necesaria aproximación sectorial y coordinada en materia de supervisión y control de los intermediarios que operan en los múltiples mercados que integran la economía financiera.

Es preciso poner de manifiesto la interrelación existente entre la actividad de los HF, –en menor medida a estos efectos sistémicos la del sector del capital riesgo–, las empresas de servicios de inversión y los grandes bancos de inversión que prestan los servicios de *prime broker* a los HF. En definitiva, la actividad en ocasiones similar a la bancaria pero en el sector de los mercados de valores y productos financieros, de lo que se conoce como “sector bancario en la sombra”³³ o entidades financieras no bancarias, actividad que implica la obtención de crédito financiero y la modificación de los plazos o vencimientos de los activos financieros (*maturity transformation*) al margen en todo o en parte del sistema bancario tradicional.

Este *non-banking system* ha venido operando sin someterse a las normas de supervisión prudencial que rigen para las entidades de crédito *strictu sensu*.

³² FSA, *Assesing the Possibles Souces of Systemic Risk from Hedge Funds. A Report on the findings of the FSA's Hedge Fund Survey and Hedge Fund as Counterparty Survey*, Febrero de 2012, págs. 3-4; GARVARAVICIUS, T. DIERICK, F., *Hedge Funds and their implications for financial stability*, Banco Central Europeo. Occasional Paper Series, Agosto de 2005, págs. 27-28.

³³ Así lo refiere el Financial Stability Board, en su estudio *Shadow Banking: Scoping the Issues*, 12 de abril 2011 (http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_publications/tid_150/index.htm) y la Comisión Europea, en el *Green Paper, Shadow Banking*, 19 de marzo de 2012; COM(2012) 102 final.

Circunstancias como el crecimiento de su volumen de negocios, superior en ocasiones al de algunas entidades de crédito (valga como ejemplo los casos de *Bear Stearns* o *Lehman Brothers*³⁴) o los vínculos existentes entre muchas de ellas especialmente por la vía del apalancamiento y las garantías en la contratación de derivados, al que tampoco ha sido ajena la actividad de los grandes conglomerados financieros que actúan como garantes de muchas de sus emisiones de valores o de productos financieros complejos con estructuras que incluyen derivados, financieros o no, emisiones de productos estructurados que se han colocado en el mercado que finalmente, en todo o en parte, han ido a parar a pequeños inversores, han provocado que la crisis de grandes bancos de inversión o sociedades de valores haya tenido un efecto sistémico retirando liquidez de los mercados de crédito y afectando seriamente a la financiación bancaria.

La crisis de 2008 también ha revelado fallos en la supervisión financiera, la necesidad de una coordinación mundial (ante la imposibilidad de un supervisor único al menos para los grandes grupos financieros sistémicamente relevantes) entre los distintos supervisores del sector bancario y de los mercados de valores, la existencia de lagunas en las distintas legislaciones estatales (muy probablemente debida a la en nuestra opinión falsa creencia de que la desregulación es fundamental para el crecimiento del sistema financiero de forma saneada y que los códigos de conducta y otras manifestaciones de la autorregulación eran suficientes para controlar los excesos del sistema) y la ausencia de una política de gestión de riesgos eficaz en los órganos de administración y supervisión del sector financiero no bancario, que se ha comunicado también a las entidades de crédito.

La Comisión europea³⁵ expone los principales riesgos que presentan los fondos de gestión alternativos entre los que se incluyen los HF, en torno a seis grandes categorías; además de las expuestas (riesgo de crédito, riesgo de liquidez, riesgo de contrapartida y riesgo de mercado) incluye los riesgos que existen para los inversores (los gestores de FIAs podrían incumplir su deber de diligencia para con sus inversores al suministrarles en ocasiones información incompleta acerca de la

³⁴ El rescate de *Bearn* y la quiebra de *Lehman* intensificaron la crisis de forma radical (TURNER, A., *Securitisation, shadow banking and the value of financial innovation*. Conferencia pronunciada en la Universidad John Hopkins el 19 de abril de 2012, pág. 8, disponible en www.fsa.gov.uk/static/pubs/speeches/0419-at.pdf)

³⁵ V. el documento de trabajo de la COM, *Synthèse de l'analyse d'impact*, [COM(2009) 207 y SEC(2009) 576, Bruselas, 30 de abril de 2009] que acompaña a la propuesta de AIFMD, págs. 3 y ss.

política de inversiones, la gestión de riesgos, etc.³⁶), y la incidencia en los mercados de control societario y de participaciones significativas, ya que puede existir una falta de transparencia por parte de los gestores de HF respecto de la comunicación de participaciones significativas, en sociedades cotizadas o no, puesto que pueden adquirirlas por la vía del préstamo de valores, de la operativa con derivados o de la acción concertada de estos HF en el ejercicio del activismo accionario. Además, es muy probable que surjan intereses divergentes de los de las sociedades controladas respecto de la gestión de las mismas, especialmente en lo que se refiere a la financiación vía deuda contra los activos de estas sociedades, aunque esta última situación es más frecuente que suceda en el sector del capital-riesgo que en los HF.

Centrándonos en los HF, hay cierto consenso en la literatura económica y en los propios supervisores en que las formas de transmisión del riesgo sistémico por un HF pueden ser directas o indirectas³⁷. Entre las primeras (vías directas) éstas tienen lugar cuando el colapso de un HF o de un grupo de ellos con posiciones largas, provoca liquidaciones forzadas de esas posiciones largas a precios por debajo de mercado. El impacto en los precios de los activos puede ser amplificado a través del apalancamiento, sea creado directamente por el recurso a los *margin calls*, sea indirectamente a través del apalancamiento inherente en sus posiciones sobre derivados. Estas ventas o liquidaciones desordenadas generalmente suponen graves pérdidas para las contrapartes y contribuyen a incrementar el riesgo de una o más instituciones financieras sistémicamente importantes. Entre las vías indirectas, resaltamos el hecho de que una liquidación forzosa de un HF exagera la volatilidad del mercado y reduce la liquidez en los mercados de referencia. El riesgo sistémico puede ocurrir cuando las correlaciones entre las distintas clases de activos aumenta en tiempos de dificultades financieras, o cuando la potencial respuesta colectiva en forma de *estampida* amplifica los movimientos de mercado.

Los legisladores y los organismos supervisores de los mercados financieros han comenzado a abordar la reforma del marco normativo de los *hedge funds* desde dos planteamientos complementarios: la obligación de difusión de información a los supervisores y el incremento de la supervisión prudencial sobre estas entidades y

³⁶ Pueden además surgir conflictos de interés y detectarse fallos en el gobierno corporativo del HF en lo que respecta, por ejemplo, a la política de retribuciones o la administración de la entidad.

³⁷ Seguimos en este punto a KING, M. y MAIER, P. *Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Debate*, Discussion paper 2007-9, Banco de Canadá, Sept. 2007, págs. 6 y ss.

sobre los *prime brokers* no bancarios que les dan cobertura y asistencia financiera. Al respecto, creemos que la transparencia, entendida ésta como el registro de estos HF o de sus gestoras en los organismos supervisores de los mercados de valores, parece que está destinada primariamente a proteger al inversor³⁸, mientras que una supervisión prudencial eficaz es la herramienta más efectiva para controlar el riesgo sistémico. La práctica ha demostrado que los mecanismos de *soft law*, la autorregulación y la puesta en funcionamiento de las políticas de control de riesgos internos no han evitado la crisis de grandes entidades como *Lehman Brothers*, *Bear Stearns* o *Madoff*. El incremento de la supervisión prudencial el mejor mecanismo de que disponemos hoy en día a los efectos de tratar de evitar o al menos mitigar el riesgo sistémico.

Estados Unidos y Gran Bretaña, los países en los que actúan las gestoras de hedge funds sistémicamente importantes, en un primer momento centraron su atención en la supervisión de las exposiciones al riesgo de los *prime brokers* (*sociedades de valores* o bancos de inversión registrados en los organismos supervisores), mientras que en la Europa continental (ad ex Francia o España) se optó por regular los fondos en sí mismos, y requerir su registro ante la AMF o la CNMV para poder dar comienzo a sus actividades de captación privada de capital.

Son pues dos las perspectivas desde las que abordar el control de los HF: la seguida en EE.UU y Gran Bretaña, que realizan una aproximación indirecta basada en la disciplina de mercado, mediante la supervisión de la exposición de los *prime brokers* a los HF, aproximación que se centra, pues, en los canales a través de los

³⁸ KING y MAIER, cit. pág. 15. La Comisión Europea, antes de la aprobación de la AIFMD, constata el hecho de que los HF no siempre suministran suficiente información a sus inversores sobre políticas de inversión y gestión del riesgo, información que además puede ser incompleta y frecuentemente no actualizada. (Comisión Europea, *Working document of the Commission Services (DG Internal Market), Consultation Paper on Hedge Funds*, 18.12.2008, pág.8 http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2008/hedge_funds_en.htm). Esto continúa hoy al menos en España en el sector del capital-riesgo, en el que la información a los partícipes en los fondos no registrados se canaliza a través de la entidad de crédito o ESI que ha actuado como entidad colocadora de las participaciones de los fondos gestionados. En la práctica se detectan casos en los que el gestor del fondo de capital-riesgo, a fin de eludir la completa aplicación de la normativa sobre ofertas públicas de suscripción o venta de valores, elude el límite de 50.000 euros por inversor al agrupar, por ejemplo mediante la figura de la comunidad de bienes, a varios inversores que aportan cantidades inferiores a los referidos 50.000 euros, con lo que se acogen a las exenciones informativas para las colocaciones privadas cuando en realidad cada *retail investor* está aportando una cantidad menor al límite legal [art. 30 bis 1, letras c) y d) de la LMV. La reciente reforma de la LMV operada por el RD-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito ha elevado esta cifra a 100.000 euros (v. disp. final tercera, apdo. 3, que da nueva redacción al art. 30 bis 1 de la LMV)].

cuales se puede propagar el riesgo sistémico, y la adoptada por algunos países de la Europa continental, que desde principios del s. XXI han regulado a los HF en sí mismos como un clase de IIC. Se ha impuesto el modelo anglosajón, que no excluye la posibilidad de que se regulen los HF en sí mismos, estableciéndose, por ejemplo, límites al apalancamiento que puede alcanzar un determinado fondo de inversión. Pero limitar la operativa de los HF con independencia del riesgo sistémico en que pueden incurrir probablemente llevaría a las gestoras de estos fondos a domiciliarlos en aquellos Estados en los que no existan restricciones a su operativa, acogiéndose a lo que se conoce como arbitraje regulatorio.

B. Soluciones normativas en EE.UU para tratar de controlar el riesgo sistémico.

1) Medidas previstas en relación con las entidades financieras con carácter general

La opción del legislador estadounidense ha sido la de crear un órgano específico para la detección del riesgo sistémico en entidades financieras (*Financial Stability Oversight Council*) junto con el reconocimiento de mayores potestades administrativas al supervisor bancario a nivel federal (*Board of Governors de la Reserva Federal*³⁹).

La S. 111 de la *Dodd-Frank Act*⁴⁰ crea el *Financial Stability Oversight Council*⁴¹ cuyos fines se detallan en la s. 112 (a) (1) de la citada norma y que

³⁹ La sección 161 de la Dodd-Frank Act otorga potestades de supervisión e inspección al *Board of Governors* en relación con estas entidades financieras no bancarias y la sección 165, potestades normativas .

⁴⁰ *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* 2010, Ley firmada por el Presidente Obama el 21 de julio de 2010. La Dodd-Frank Act contiene 398 delegaciones normativas (POLK, D., *Dodd-Frank Progress Report*, Mayo 2012, pág. 3, <http://www.davispolk.com/dodd-frank-rulemaking-progress-report/>)

⁴¹ La Composición del FSOC se detalla en la sección 111 (b). Se distingue entre dos tipos de miembros, con y sin derecho a voto. Los primeros son 10, 9 de ellos de carácter nato [el Secretario del Tesoro, que actúa como Presidente del Consejo, el Presidente del *Board of Governors* de la Reserva Federal, el *Comptroller of the Currency*, el Director del *Bureau of Consumer Financial Protection* (órgano creado por la Sec. 1011 y ss. de la Dodd-Frank), el Presidente de la SEC, el Presidente de la *Federal Deposit Insurance Corporation*, el Presidente de la CFTC; el Director de la *Federal Housing Finance Agency* y el Presidente de la *National Credit Union Administration Board*]. El último consejero con derecho a voto es designado por el Presidente de los EE.UU. previa aprobación de su nombramiento por el Senado y ha de tener experiencia en el sector

pueden resumirse en la identificación de los riesgos que para la estabilidad financiera pueden surgir de la crisis o concurso tanto de los grandes grupos bancarios como de los no bancarios, el fomento de la disciplina de mercado, lo que supone, entre otras cosas, eliminar las expectativas de los accionistas, acreedores y contrapartes de estos grupos en el sentido de que el Gobierno les protegerá de las pérdidas que surjan en caso de concurso de estas entidades, y por último la labor del FSOC tiene como fin el tratar de ofrecer una respuesta frente las nuevas amenazas a la estabilidad del sistema financiero estadounidense que puedan surgir como consecuencia del mal funcionamiento de los mercados.

Para ello, la s. 112 (a) (2) otorga al FSOC una serie de competencias de entre las que destacamos aquellas en materia de supervisión de los mercados financieros, entendida esta expresión en su más amplio sentido, con el fin de identificar las potenciales amenazas a la estabilidad financiera estadounidense (para ello, la norma habilita al FSOC para requerir información de cualesquiera agencias con potestades supervisoras en los mercados financieros), y las competencias consultivas que se concretan, entre otros extremos, en la elaboración de recomendaciones dirigidas a las *primary financial regulatory agencies* para que apliquen nuevos o más elevados estándares y medidas de salvaguardia en relación con determinadas actividades que puedan crear o aumentar el riesgo de liquidez o crédito de cualquier intermediario financiero.

Quizá la competencia más significativa del FSOC a los efectos de controlar el riesgo sistémico sea la posibilidad de declarar que una entidad no bancaria es sistémicamente relevante cuando, a la vista de su situación de graves dificultades

asegurador.

En cuanto a los miembros sin derecho a voto [S. 111(b)(2)], éstos son el Director de la *Office of Financial Research*; el de la *Federal Insurance Office*; y tres Comisionados en materia de banca, bolsa y seguros, respectivamente, elegidos por los estados federados. Son, pues, 5 miembros con voz pero sin voto.

El Consejo ha de reunirse como mínimo una vez al trimestre [s. 111 (e) Dodd-Frank Act] e informar anualmente al Congreso de los EE.UU sobre sus actividades, los principales cambios acaecidos en los mercados financieros y las potenciales amenazas a la estabilidad financiera. Puede además emitir recomendaciones que fomenten la integridad, eficiencia, competitividad y estabilidad en los mercados financieros de los EE.UU, la disciplina de mercado y la confianza del inversor.

La creación de este órgano no fue recibida con rechazo por el sector de los HF, aunque cuestionen que el suministro de información a los supervisores acerca de sus actividades de negociación pueda ser realmente útil a la hora de detectar futuros riesgos sistémicos (ZARB F.G., *Dodd-Frank Bill. A year and half later. Views from the Hedge Fund Industry*, Eisner Amper y Hofstra University, Marzo 2012, pág. 4)

financieras, considere que dicha entidad no bancaria puede suponer una amenaza para la estabilidad financiera de los Estados Unidos, teniendo en cuenta su naturaleza, ámbito, tamaño, escala, concentración, interrelación o combinación de las actividades de dicha entidad (s. 113 *Dodd-Frank Act*). Con esta declaración, esta entidad o conglomerado financiero sistémicamente relevante queda sometido a la supervisión del *Board of Governors* de la Reserva federal estadounidense⁴², de modo similar a las entidades de crédito, y le serán de aplicación estándares de supervisión prudencial, tal y como sucede con los bancos y otras entidades de crédito.

Pero además las competencias de supervisión otorgadas al *Board of Governors* de la Reserva federal estadounidense alcanzan a las entidades o grupos financieros no bancarios extranjeros en las mismas condiciones aplicables a los grupos financieros no bancarios estadounidenses, esto es, cuando puedan suponer una amenaza para la estabilidad del sistema financiero de este país [s. 113 (b)]. Como es habitual en materia de supervisión transfronteriza, la *Dodd-Frank Act* obliga al FSOC a tener en consideración el criterio de la reciprocidad, esto es, el hecho de si la empresa o entidad financiera no bancaria está sometida a estándares de supervisión prudencial en base consolidada en su país de origen que sean comparables con los que rigen en los EE.UU. [s. 113 (b) (2) H]; se entiende que en estos casos no procede la declaración de la entidad extranjera como sistémicamente relevante, al existir legislación en el otro país que sirve a los mismos propósitos [s. 113 (a) (2) (H) *Dodd-Frank Act*].

En ambos supuestos, esto es, sean nacionales o extranjeras las entidades financieras no bancarias que pueden suponer una amenaza para la estabilidad financiera de los EEUU y por tanto son sistémicamente relevantes, esta decisión del FSOC ha de adoptarse por una mayoría reforzada: no menos de los dos tercios de sus miembros, incluido entre ellos el voto favorable del Presidente del Consejo.

De hecho el FSOC, con base en la competencia que le atribuye la S. 804 de la *Dodd-Frank Act*, ya ha determinado que ocho gestoras de plataformas multilaterales de negociación y compensación son sistémicamente relevantes y por tanto quedan

⁴² La S. 113 (a) (2) detalla los criterios que el FSOC ha de tener en consideración para aprobar la declaración de entidad no bancaria sistémicamente relevante.

sometidas a las prescripciones del Título VIII de la *Dodd-Frank Act* al poder constituir una amenaza para la estabilidad del sistema financiero estadounidense en caso de crisis o de alteraciones en su funcionamiento⁴³.

En los casos de entidades sistémicamente relevantes (entidades de crédito y entidades integradas en el *shadow banking system*) con activos consolidados por valor de diez mil millones de USD o superior [S. 163 (b)]⁴⁴, se requiere autorización administrativa previa del *Board of Governors* para la adquisición de la propiedad o el control de cualquier entidad que realice actividades financieras por estas entidades sistémicamente relevantes⁴⁵.

Un mayor nivel de supervisión y control de estas entidades financieras no bancarias sistémicamente relevantes se manifiesta en la s. 121 de la *Dodd-Frank Act* ("*Mitigation of risk to financial stability*"). En virtud de lo dispuesto en esta *section*, si el *Board of Governors* acuerda que una entidad financiera no bancaria con activos consolidados por importe de igual o superior a 50 mil millones de dólares supone una grave amenaza para la estabilidad financiera de Estados Unidos, el Consejo, con el voto afirmativo de al menos dos tercios de sus miembros, deberá limitar la capacidad de la entidad para fusionarse, adquirir, consolidarse o de cualquier otra forma integrarse en un grupo de sociedades, así como reducir su capacidad de ofrecer productos financieros. Asimismo, deberá requerir a la entidad para que deje de realizar alguna o algunas de sus actividades financieras e impondrá condiciones acerca del modo en el que la entidad sistémicamente relevante ha de desarrollar una o varias actividades.

⁴³ Estas entidades no bancarias sistémicamente relevantes son the *Clearing House Payments Company, L.L.C.*, en su condición de operador del *Clearing House Interbank Payments System*; *CLS Bank International*; *Chicago Mercantile Exchange, Inc.*; *The Depository Trust Company*; *Fixed Income Clearing Corporation*; *ICE Clear Credit LLC*; *National Securities Clearing Corporation* y *The Options Clearing Corporation* (v. *Financial Stability Oversight Council*, 18 de julio de 2012, <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg1645.aspx>). El FSOC ha aprobado los criterios que deben tenerse en cuenta para declarar que el mal funcionamiento o crisis de una entidad no bancaria puede suponer una amenaza para la estabilidad financiera estadounidense y el procedimiento a seguir al respecto, todo ello en desarrollo de lo previsto en la s. 113 *Dodd-Frank Act* (FSOC *Final Rule on Authority to Designate Financial Market Utilities as Systemically Important*, 12 CFR Part 1320).

⁴⁴ Este requisito no es aplicable si se adquiere la propiedad o el control de entidades adscritas al *Federal Deposit Insurance Corporation* (*Federal Deposit Insurance Act*, 1950), ni tampoco si concurre alguna de las excepciones previstas en las secciones 4(c) o 4(k) y (4)(E) de la *Bank Holding Company Act* de 1956.

⁴⁵ Tal y como se definen en la section 4(k) de la *Bank Holding Company Act* of 1956, y que coinciden en lo fundamental con lo que en Derecho español se entiende por actividad bancaria, aseguradora y del mercado de valores

Si el Consejo considera que las medidas citadas no son adecuadas para mitigar la amenaza a la estabilidad financiera de los EE.UU, requerirá en su lugar a la entidad para que venda o transfiera activos de dentro o fuera de su balance a entidades ajenas al grupo⁴⁶. Se trata, pues, de evitar la crisis de entidades *too big to fail*.

También se establece la posibilidad de que el *Board of Governors* adopte medidas preventivas en aras de evitar la insolvencia de estas entidades no bancarias sistémicamente importantes (v. sec. 166), de manera que se puedan corregir los desequilibrios de la entidad en las primeras etapas de su crisis. Este conjunto de medidas varía en función de la situación de la empresa, y permiten, entre otras actuaciones, el establecimiento de límites a la política de reparto de dividendos y de adquisición de activos en una primera fase, que, de no surtir efecto para paliar el deterioro financiero de la entidad, pueden conllevar el establecimiento de límites a las operaciones intragrupo, la sustitución miembros del órgano de administración e incluso la venta de activos.

2) Medidas previstas en relación con los *Hedge Funds*

a) El registro de las sociedades gestoras y la remisión de información a los organismos supervisores.

La gran reforma que de la materia ha supuesto la Dodd-Frank Act, en concreto su título IV ("*Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010*" que modifica la *Investment Advisers Act* de 1940) es consecuencia de la pretensión del legislador estadounidense de tratar de evitar el riesgo sistémico que la actuación de los HF puede implicar en los mercados de capitales. Como ya hemos indicado, la falta de regulación de los HF ha puesto de manifiesto que la crisis de las grandes gestoras pueden incidir en el aumento del riesgo sistémico. La diversificación de las inversiones de estos fondos provoca que, en caso de crisis, se vean afectados no sólo los grandes inversores que operan a través de ellos, sino también el mercado en general ya que, entre otras consecuencias, su liquidez puede verse mermada. Ante la falta de controles a su actuación, el aumento significativo del volumen de

⁴⁶ La s. 121 (b) regula el procedimiento administrativo aplicable en estos supuestos, con audiencia de la entidad afectada. Se recoge la posibilidad de aplicar estas medidas a las entidades extranjeras no bancarias [s. 121 (d)] atendiendo al criterio de la reciprocidad.

activos gestionados en la última década y al hecho de que al menos los sistémicamente importantes intervienen en los mercados de forma similar a las entidades de crédito, el legislador ha considerado necesario en primer lugar someter a registro en la SEC a las grandes gestoras de HF. Por otra parte, se establecen para ellos nuevas obligaciones de registro de operaciones y de remisión a la SEC de información pública periódica. Estamos ante la primera regulación con carácter general de los gestores de HF en EE.UU., reforma que entró en vigor el 21 de julio de 2011.

El Congreso estadounidense y la propia SEC adoptan, como es habitual en la legislación del país americano, una aproximación práctica a la materia que incluye un análisis previo de los costes y beneficios de las reformas legales. Así, la SEC sólo supervisa la actividad de las grandes gestoras de HF, y compete la supervisión de las que gestionan menor volumen de activos a los supervisores de los Estados federados con competencias normativas en materia de instituciones de inversión colectiva⁴⁷.

Se establece, pues, una dualidad normativa y supervisora para las gestoras de HF, ya que han de estar registradas bien en la SEC, bien en las Comisiones de valores de los estados federados (salvo que puedan acogerse a alguna de las excepciones de registro en previstas en la *Investment Advisers Act*), pero no en ambas⁴⁸.

Hasta la modificación de la *Investment Advisers Act* por este título IV de la *Dodd-Frank Act*, la mayoría de las gestoras de HF (y de *private funds* en general) estaban exentas del registro ante la SEC amparándose en la excepción de registro conocida

⁴⁷ Señaladamente aquellas gestoras que realizan el asesoramiento de inversión sobre HF con volumen total de activos menor a USD 150 millones [s. 203 (m) IAA], sin perjuicio de que, al igual que sucede para el caso de los *venture capital advisers*, hayan de suministrar determinada información a la SEC. En el Derecho europeo, el art. 3.2 de la AIFMD exceptúa de la aplicación de la mayor parte de sus disposiciones, entre otros supuestos, a aquellas entidades que gestionen carteras de FIA cuyos activos gestionados, incluidos los activos adquiridos mediante recurso al apalancamiento, no rebasen en total un umbral de 100 millones de euros; pero estas gestoras habrán de registrarse ante las autoridades competentes de su Estado miembro de origen y remitirles determinada información que les permita controlar su riesgo sistémico. La *Dodd-Frank Act* crea una nueva excepción de registro para los *Foreign Private Advisers*, definido como aquellos gestores fondos privados sin sede ni centro de operaciones en los USA, que cuenten con menos de 15 clientes o inversores en el país y que gestionen activos por un volumen inferior a USD 25 millones provenientes de los referidos clientes; en ningún caso estas gestoras extranjeras pueden ofrecer sus servicios al público americano en general o actuar como asesor de una IIC registrada en la SEC. De no cumplirse estos requisitos, habrán de registrarse en la SEC. La reforma elimina también la *private fund advisers intraestate exemption* [sec. 203 (b) (1)].

⁴⁸ El límite general que se establece para quedar exento de la obligación de registro ante la SEC es la gestión de activos por importe igual o inferior a 25 millones de dólares [s. 203A (a) (1) IAA].

como *private fund adviser exemption* en virtud de la cual, las gestoras que tuvieran menos de 15 clientes en los 12 meses precedentes, si no realizan actividades publicitarias con carácter general ofreciendo sus servicios y no gestionan ninguna IIC registrada al amparo de la *Investment Company Act*, no tenían la obligación de registrarse ante la SEC. Hay que tener en cuenta que la mayoría de gestoras de HF estaban a su vez exentas de registro al amparo de la *Investment Company Act*⁴⁹.

Una manifestación de los objetivos de la reforma y de la pretensión de supervisar de forma efectiva a los gestores de HF desde el momento en el que su actuación puede implicar riesgo sistémico es que la atribución por la *Dodd-Frank Act* a la SEC de la competencia para la valoración en su caso, a efectos de riesgo sistémico, de los *private funds advisers de tamaño medio*. La SEC, a la vista de su tamaño, *governance* y de sus estrategias de inversión, puede acordar el registro de estas gestoras y conocer de este modo el nivel de riesgo sistémico que asumen. Se le ha otorgado a la SEC la potestad reglamentaria para desarrollar el registro y los procedimientos de examen de estas gestoras de fondos de tamaño medio. Pero la IAA no define el término "*mid-sized private fund*"⁵⁰, quizá por prudencia o por no establecer *hic et nunc* límites a las entidades que de esta forma quedarían sometidas a la supervisión del regulador.

La estructura creada por la *Dodd-Frank Act* para tratar de controlar el riesgo sistémico implica, como hemos indicado, el establecimiento de un nuevo organismo, el *Financial Stability Oversight Council*, al que se le atribuyen, entre otras funciones, la de identificar las potenciales amenazas a la estabilidad financiera estadounidense. La SEC, en el ejercicio de sus potestades de supervisión de los mercados de valores, puede remitir al FSOC información acerca de estas entidades registradas de manera que éste pueda realizar sus funciones. Asimismo, la *Dodd-Frank Act* delega en la SEC la potestad reglamentaria para el establecimiento del contenido de la información que ha de serle remitida por las gestoras de HF y private funds en

⁴⁹ Sec. 3(c)(1) y sec. 3(c)(7) ICA. Es preciso aclarar que las gestoras de HF que gestionan principalmente derivados sobre commodities, han de inscribirse en el registro que a tal efecto se lleva en la *Commodities Futures Trading Commission* (CFTC), con lo que no han de registrarse a su vez ante la SEC. Básicamente, en el Derecho del mercado de valores estadounidense se establece una distribución de competencias SEC/CFTC en función del ámbito objetivo de supervisión financiera: los activos financieros (SEC) y los derivados con subyacente no financiero (CFTC).

⁵⁰ CROCKE, J.J. y MANBECK, P. "Financial Industry Reform: New Registration, Recordkeeping and Reporting Requirements for Private Fund Managers", *Sec. Reg. & L. Rep.* 42, 2010, pág. 3.

general, información que ha de referirse a (i) el volumen de activos gestionados y al nivel de apalancamiento, incluyendo el *off-balance sheet leverage* (ii) la exposición al riesgo de contrapartida (iii) las posiciones de negociación e inversión (iv) las políticas y prácticas de valoración (v) los tipos de activos gestionados (vi) cualquier acuerdo en virtud del cual algunos inversores en HF obtengan un trato más favorable que otros inversores de ese mismo fondo (vii) sus prácticas en materia de negociación y (viii) cualquier otra información que la SEC considere necesaria y adecuada tras consultar al FSOC [s. 204 (3) IAA]. Se establecen requisitos de información adicionales para las gestoras que gestionan activos por un valor superior a los 150 millones de dólares, contenidos en el Form PF⁵¹ cuya cumplimentación en su totalidad sólo se requiere para estas grandes gestoras de HF.

b) Entidades de crédito y hedge funds.

Una manifestación de la interrelación existente entre las entidades que actúan en los mercados financieros, sean estas bancarias o no, es la normativa aprobada en 2010 en relación con el *proprietary trading* y la tenencia de participaciones, cuotas o acciones, así como la relativa a determinadas relaciones contractuales con *hedge funds* y entidades de capital riesgo por parte de las entidades de crédito.

Esta normativa se conoce como la *Volcker Rule*, por haber sido propuesta y defendida por Paul Volcker, ex Presidente de la Reserva Federal Estadounidense. En virtud de la s. 619 de la *Dodd-Frank Act*, se prohíbe a las entidades de crédito⁵² la negociación por cuenta propia (*proprietary trading*) y la tenencia de determinadas posiciones y relaciones con un *hedge fund* o *private equity fund*. El fundamento de esta prohibición es evitar que los bancos realicen inversiones especulativas que no guardan relación con la actividad bancaria en sentido estricto y que pueden implicar graves pérdidas para la entidad en perjuicio de sus depositantes. El planteamiento es el mismo que el que dió lugar a la aprobación de la *Glass-Steagall Act* en 1933 y que supuso la división entre la banca comercial y la banca de inversiones en los EE.UU hasta 1999, año en el que fue derogada. Pero a diferencia de la Ley de 1933,

⁵¹ El formulario FP (63 págs) está disponible en <http://www.sec.gov/about/forms/formpf.pdf>

⁵² Entendiendo por tales a los *state members banks, bank holding companies, savings and loan holding companies, other companies that control an insured depository, foreign banking organizations, and certain subsidiaries thereof.*

no se recoge en la Ley de 2010 una separación entre ambos tipos de entidades sino que únicamente se establece una prohibición general aplicable a las entidades de crédito insertas en el sistema de *deposit insurance* en relación con operaciones especulativas o de alto riesgo en un *hedge fund* o entidad de capital riesgo así como la realización de actividades de *proprietary trading*. Sin embargo, la norma permite excepciones tanto de carácter objetivo (determinadas operaciones) como subjetivo (inversiones en ciertas entidades⁵³).

La normativa de desarrollo de la s. 13 (a) (1) (B) de la BHC Act (aún en fase de propuesta), prohíbe a las entidades de crédito, de forma directa o indirecta, adquirir o mantener valores representativos del capital, convertirse en socio o la tenencia de cualquier interés a título de propiedad así como el actuar como *sponsor*⁵⁴ de un HF salvo que pueda ampararse esta tenencia o actuación en alguna de las excepciones que se prevén en la propia la norma reglamentaria⁵⁵

Muchas entidades de crédito que actúan como *investment adviser* o *commodity trading* respecto a un HF reciben su remuneración por la vía de los *carried interest*, de ahí que la propuesta de norma reglamentaria especifique que la tenencia de intereses a título de propiedad en un HF no incluye los intereses sobre un HF al que la entidad de crédito presta sus servicios como *investment manager*, *investment*

⁵³ La s. 619 de la *Dodd-Frank Act* añade una nueva sección 13 a la *Bank Holding Company Act* 1956 (BHC). La s. 13(d)(1) BHC permite a las entidades de crédito realizar actividades tales como la negociación sobre determinados títulos de Deuda Pública, operaciones de aseguramiento de emisiones de valores, la negociación por cuenta de clientes, las inversiones en *Small Business Investment Companies* (SBIC) y en activos considerados de interés público, la negociación por cuenta de entidades aseguradoras, la realización de operaciones directamente dirigidas a mitigar el riesgo y el establecimiento y comercialización de *covered funds*. Hay varias agencias federales implicadas en el desarrollo reglamentario de la *Volcker Rule* (*The Office of the Comptroller of the Currency, the Board of Governors of the Federal Reserve System, the Federal Deposit Insurance Corporation* y la SEC), y se espera que la norma de desarrollo esté aprobada por estas cinco agencias antes del final de este año. Algunas entidades de crédito están ya eliminando las divisiones de negociación a las que afecta la *Volcker Rule* <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303822204577464661833507038.html>

⁵⁴ Con el término *sponsoring a fund* se hace referencia a: (A) *serving as a general partner, managing member, or trustee of a fund*; (B) *in any manner selecting or controlling (or having employees, officers, or directors, or agents who constitute) a majority of the directors, trustees or management of a fund*; or (C) *sharing with a fund, for corporate, marketing, promotional, or other purposes, the same name or a variation of the same name.*(s. 13 BHC)

⁵⁵ V. s. 10 (a) de la SEC proposed Rule, *Prohibition and restrictions on proprietary Trading and certain interest in, and relationships with, Hedge Funds and Private Equity Funds*, 17 CFR Part 255 , Release No. 34-65545, documento de más de 500 páginas y FSOC, *Study & Recommendations on Prohibitions on Proprietary Trading & Certain Relationships with Hedge Funds & Private Equity Funds, Completed pursuant to section 619 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* , January 2011 (www.treasury.gov).

adviser o *commodity trading advisor* siempre y cuando el único objetivo y efectos de dicho interés sea el permitir a la entidad de crédito participar en los beneficios del fondo como una *performance compensation* por los servicios prestados por la entidad siempre que en el contrato se prevea la posibilidad de devolver los beneficios obtenidos en el caso de crisis del fondo; además, dichos beneficios han de ser distribuidos a la entidad bancaria tras haber sido generados o, si no se distribuyen, la reinversión del beneficio obtenido por la entidad de crédito no se destinará a los beneficios que posteriormente se puedan generar por el HF ni tampoco pueden servir para cubrir sus pérdidas. La entidad bancaria no suministrará fondos al HF para operaciones de adquisición o mantenimiento de su *carried interest*. Por último las cantidades percibidas no puede ser transferidas por la entidad de crédito a otras entidades excepto en el caso de que éstas sean sucursales o empresas del grupo. Sólo si se cumplen todas estas condiciones la entidad de crédito puede percibir cantidades como *performance compensation* por los servicios prestados a un HF. La S. 12 de la norma propuesta detalla estos extremos. Y establece límites cuantitativos en relación al volumen de las inversiones de los bancos en un HF así como respecto al valor total de las posiciones de la entidad de crédito en todos los HF en los que invierte: en primer lugar, las inversiones de la entidad de crédito en un HF no pueden superar el 3% del total invertido por todos los socios o partícipes del fondo En segundo lugar, las inversiones del banco en un HF no pueden tener como resultado más del 3% de las pérdidas del HF que correspondan a la inversión del banco. Por último las entidades de crédito no pueden invertir más del 3% de su Tier 1 en HF.

Además, el CEO o cargo equivalente de la entidad de crédito ha de certificar anualmente que la entidad bancaria no garantiza o asegura, directa o indirectamente, las obligaciones o evolución del HF o de los HF en los que a su vez invierte el HF principal. Sobre el consejo de administración de la entidad bancaria recae la obligación de supervisar las actividades de *prime brokerage* de la entidad de crédito respecto de los HF en los que invierte o presta los servicios indicados, de manera que sean conformes con la buena gestión de la entidad.

La propuesta de desarrollo reglamentario de la Volcker Rule si bien no prohíbe que las entidades de crédito inviertan o presten servicios a los HF, trata de limitar su exposición al riesgo sistémico de manera que la crisis del HF no tenga graves consecuencias en la solvencia de la concreta entidad.

c) La figura de los *prime brokers* en los HF

Las gestoras de HF y los hedge funds que no recurren a la gestión externa, canalizan sus operaciones a través de entidades que se conocen como *prime brokers*.

Son sociedades de valores o bancos de inversión autorizados para operar en los mercados en los que invierten los HF y realizan para ellos servicios financieros, administrativos y de operativa sobre valores; se consideran actividades de *prime brokerage* las de custodia, compensación, préstamo de valores o servicios de préstamo en general, ejecución de órdenes y de apoyo financiero y operativo a la gestión de la cartera del HF.

Los servicios como *prime broker* normalmente constituyen un departamento de los grandes bancos de inversión, que suministran crédito intradía al HF para facilitarles las operaciones sobre valores o instrumentos financieros así como servicios de pagos externos; préstamos de valores que les permiten realizar operaciones a corto, servicios de compensación, liquidación y custodia de valores y asistencia técnica para la realización de sus actividades⁵⁶. Baste consultar la página web de cualquier gran banco de inversión para acceder a la variada oferta de servicios al respecto⁵⁷. Para la realización de estos servicios de inversión, normalmente recurren a su vez a otras sociedades o agencias de valores, a las que se denomina *executive brokers*.

El sistema es bidireccional: de la misma forma que los HF recurren a los *prime brokers* para obtener financiación y liquidez, los *prime brokers* utilizan los activos de un HF para destinarlos a operaciones de financiación o liquidez de otro cliente o como garantía (*collateral*) para obtener financiación de otro banco o empresa de servicios de inversión, préstamos que financian las operaciones por cuenta propia del *prime broker* o que, como hemos indicado, se prestan a su vez a otros HF. El sistema así está estrechamente interrelacionado, de forma que la crisis de un

⁵⁶ Department of Treasury, Federal Reserve System, SEC y CDTC, *Report of the President's Working Group on Financial Markets: Hedge Funds, Leverage and the Lessons of Long-Term Capital Management*, Abril 1999, pág. 17. En la Directiva AIFM se introdujo en fase de enmiendas una definición de *prime broker* en virtud de la cual se considera "intermediario principal" a una "entidad de crédito, una empresa de inversión regulada u otra entidad cualquiera sujeta a regulación prudencial y a supervisión permanente que ofrezca servicios a los inversores profesionales principalmente para financiar o ejecutar operaciones en instrumentos financieros como contraparte y que puede también proporcionar otros servicios tales como la compensación y liquidación de operaciones, servicios de custodia, préstamo de valores, tecnología a la medida y medios de apoyo operativo" [art. 4.1.a) *septies* AIFMD].

⁵⁷ <http://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan/investbk/solutions/fixedincome/primebrokerage/products>, o <http://www.morganstanley.com/institutional/primebrokerage/index.html>

interviniente (sea HF o *prime broker*) se comunica a sus clientes y a otros intermediarios financieros, con las consecuencias vistas en el caso de quiebra de los sistémicamente importantes.

Sin necesidad de llegar a esta situación, un ejemplo puede ilustrar las dificultades en las que se puede encontrar un *prime broker* en su operativa diaria: imaginemos un banco de inversión que tiene dos HF (HF A y HF B) como clientes de sus actividades como *prime broker*, el banco gestiona 250 millones en activos líquidos del HF A. Si el HF B le solicita un préstamo en efectivo de, por ejemplo, 150 millones, el broker puede destinar parte de la cantidad recibida del HF A (p.ej. el 60% de la misma) para suministrar el préstamo al HF B. Si el HF A cambia de *prime broker* y retira sus activos para depositarlos en otro banco de inversión, el *prime broker* se ve obligado a obtener inmediatamente 150 millones en activos líquidos para cubrir la cantidad dada en préstamo al HF B. El *prime broker* podría, si así está estipulado en el contrato, requerir inmediatamente al HF B la devolución de la referida cantidad, pero probablemente ello daría lugar a rumores sobre su delicada situación financiera, lo que podría suponer el inicio de una retirada masiva de cuentas de otros HF en este *prime broker*⁵⁸.

En el año 2005, el Banco de Inglaterra estimó que los HF generaron 25.800 millones de dólares de beneficio para los principales bancos de inversión⁵⁹. En 2009 existían aproximadamente 9.000 HF en todo el mundo; pero los 10 mayores *prime brokers* prestaban servicios de inversión sobre el 84% del total de activos de estos fondos; esto es: son pocos los bancos de inversión o sociedades de valores quienes

⁵⁸ Este ejemplo está tomado del *Working Paper* elaborado por el *Squam Lake Working Group on Financial Regulation, Prime Brokers and Derivative Dealers*, abril 2010, pág. 3. Estos académicos plantean una situación parecida respecto a los valores mobiliarios o activos financieros custodiados por el *prime broker*: el *prime broker* puede utilizar estos activos como garantía de sus propias operaciones crediticias, con lo que si el HF le retira su custodia, el *prime broker* se ve obligado a reemplazarlos inmediatamente, lo que le plantea problemas adicionales si el mercado es ilíquido (ibid). En esta misma línea, ya DUFFIE, D., *The failure mechanics of dealer banks*, BIS Working Papers, 301, marzo 2010, pág. 18; www.bis.org y <http://ssrn.com/abstract=1599482>

⁵⁹ KING, M. y MAIER, P. *Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Debate*, Discussion paper 2007-9, Banco de Canadá, Sept. 2007, pág. 5. Los bancos de inversión acuden al arbitraje regulatorio y buscan aquellas jurisdicciones con una regulación menos estricta en cuanto a los requisitos que se imponen, por ejemplo, en materia de garantías con valores de clientes en operaciones propias. Como la legislación británica es menos exigente que la estadounidense en la materia, la mayoría de los grandes bancos de inversión de USA prestan estos servicios a través de sus filiales británicas. Téngase en cuenta que estos servicios de *prime broker* quedan al margen de las normas que rigen para los custodios de valores en los distintos países, en donde sí existe la obligación de segregación de activos. (*Squam Lake Working Group on Financial Regulation, Prime Brokers and Derivative Dealers*, abril, 2009, cit., pág. 4).

proveen a los HF los servicios de compensación, custodia y financiación⁶⁰.

La actividad de las entidades financieras como *prime brokers* en relación con los HF ha sido objeto de escaso estudio en la doctrina científica y hasta fechas recientes, no se ha considerado necesario el introducir restricciones o controles para el ejercicio de esta actividad. La crisis de 2008 ha puesto de manifiesto la necesidad de establecer limitaciones cuantitativas y operacionales en la actividad de los *prime brokers* respecto de los HF, puesto que la liquidación de uno de estos fondos o sus dificultades financieras tienen consecuencias directas en la solvencia de los *prime brokers*.

Los contratos que se firman entre la gestora y el *prime broker* son prolijos y detallan los deberes y obligaciones de cada una de las partes⁶¹. No es infrecuente que un HF acuda a su vez a varios *prime brokers* para que transmitan sus órdenes en los respectivos mercados⁶², lo que incrementa el riesgo ya que un *prime broker* puede no tener toda la información acerca de las operaciones que realiza el HF.

El riesgo de crisis de los HF puede ser sistémico cuando los grandes HF canalizan sus operaciones y servicios financieros a través de un gran banco de inversión o entidad financiera que presta sus servicios como *prime broker*, por el riesgo de contagio que puede haber del primero a los segundos en caso de severas pérdidas que obliguen a la liquidación del HF.

No hay que olvidar que en ocasiones estos *prime brokers* actúan como contrapartes de las operaciones de los HF, sean en mercados regulados o en mercados OTC, a través de los más variados instrumentos financieros. Por ello, si bien la crisis de un HF puede no tener efecto sistémico, al comunicarse a su o a sus *prime brokers*, la conclusión cambia si son éstos grandes entidades financieras, ya que las pérdidas

⁶⁰ *Lex Colum* del Financial Times de 16 de abril de 2009, <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/f5adf2fa-2a5f-11de-8415-00144feabdc0.html#axzz22ze9WWiU>

⁶¹ Para una exposición de los principales contenidos de los contratos de *prime brokerage*, v. ARRANZ PUMAR, G., "Principales roles en torno a los *hedge funds*. La figura del *prime broker*", en AA.VV. *Régimen jurídico y económico de los Hedge Funds* (dir. B. Rico Arévalo), Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2008, págs. 137-185, págs. 172 y ss.

⁶² V. LEMKE, T., LINS, G.T., HOENIG, K,L y RUBE, P.S., *Hedge Funds & Other Private Funds: Regulation and Compliance, Securities Law Handbook Series*, Thomson West, 2011-2012, págs 14-16. Si el HF recurre a múltiples *prime brokers*, puede ser difícil no sólo para la sociedad de valores, sino también para las contrapartes, los reguladores y los inversores, el obtener información consolidada sobre las distintas posiciones abiertas del HF (*ibid.*, pág. 18)

del fondo se comunican al banco de inversión (que además frecuentemente habrá negociado por cuenta propia sobre los activos del HF) y de ahí se extienden al mercado.

Al respecto la solución normativa que se ha dado en EE.UU difiere en función de que estos HF internos estén gestionados por una entidad de crédito o por una empresa de servicios de inversión.

En el primer supuesto, como hemos visto, la *Dodd-Frank Act* preve límites estrictos a la inversión de entidades de crédito en HF en la que se conoce como *Volcker Rule*. Recordemos que la *Volcker Rule* permite excepciones (tanto a la prohibición de *proprietary trading* como a la tenencia de participaciones en HF): son los supuestos en los que la entidad de crédito presta servicios como prime broker a un HF independiente del grupo bancario o actúa en interés exclusivo de sus clientes, sin asumir riesgos en la gestión y operativa del fondo, más allá de la regla de *minimis* del 3%. El resultado de estas prohibiciones es el de establecer un paralelismo entre la prohibición del *proprietary trading* (negociación por cuenta propia con activos de la entidad de crédito) que rige para las entidades de crédito y actividades que pueden considerarse de efectos similares respecto a un *hedge fund* or fondo de capital-riesgo. Pero no existe prohibición similar en la *Dodd-Frank Act* cuando el titular, directo o indirecto, de participaciones en el capital del HF es una empresa de servicios de inversión o en general una entidad no bancaria. Sería deseable una equiparación de régimen al respecto en relación con las empresas de servicios de inversión o cualquier entidad que participe de la naturaleza del sector bancario en la sombra, siempre que fuera sistémicamente relevante. Precisamente uno de los fallos de la *Volcker Rule* es que no contempla a este *shadow banking system*⁶³. Debe plantearse la modificación de la normativa sobre operaciones permitidas a los bancos de inversión y sociedades de valores y establecerse unos límites a su

⁶³ Valga como ejemplo el acuerdo al que ha llegado la SEC y dos gestores de HF de *Bear Stearns* el 25 de junio de 2012 por el cual los dos gestores han de abonar más de un millón de dólares en concepto de sanción civil y enriquecimiento injusto y aceptan asimismo la inhabilitación para prestar servicios de inversión por un periodo de dos y tres años respectivamente. Los fondos de *Bear Stearns* entraron en crisis en junio de 2007 tras un elevado apalancamiento en productos estructurados que incluían *subprime mortgage-backed securities*. Los dos gestores ocultaron información relevante a los inversores antes de la crisis de los fondos. Incluso uno de los ellos retiró sus inversiones en uno de los HF en cuestión antes del anuncio de la grave situación, HF que había utilizado para invertir a su vez un tercer fondo respecto al que actuaba como gestor [SEC v. *Ralph R. Cioffi and Matthew M. Tannin*, Civil Action No. 08 2457 (FB) (E.D.N.Y.), Litigation Release No. 22398, 25 de junio de 2012, <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2012/lr22398.htm>]

actividad como *prime brokers* de HF en lo que respecta a los servicios de financiación y préstamo de valores y otros instrumentos financieros, al menos de los sistémicamente importantes.

2.3. Soluciones a nivel global para controlar el riesgo sistémico del *shadow banking system*. Referencia a la Unión Europea

El *Financial Stability Board* define al *shadow banking system* como aquel «sistema de intermediación crediticia conformado por entidades y actividades que están fuera del sistema bancario tradicional». Ello incluiría a aquellas entidades que no pueden conceptuarse como entidades de crédito *strictu sensu* y que realizan alguna de las actividades siguientes: aceptación de fondos con características similares a las de los depósitos; transformación de vencimientos y/o de liquidez; transferencia del riesgo de crédito y utilización de apalancamiento financiero directo o indirecto. Estas entidades realizan actividades de financiación como la titulización (*securitisation*⁶⁴), préstamos de valores y operaciones con compromiso de recompra («repos»)⁶⁵.

Los HF son parte de este sistema financiero no bancario; actúan en ocasiones funcionalmente de manera similar a las entidades de crédito, interviniendo en el mercado crediticio. Si bien no pueden captar depósitos del público, recurren al apalancamiento para captar capital con el que realizan inversiones en todo tipo de bienes e incluso pueden llegar a financiar obras públicas.

El G20 se reunió en noviembre de 2008 para tratar de llegar a un acuerdo sobre tratamiento y la gestión de la crisis financiera⁶⁶. En posteriores reuniones del Grupo se adoptaron acuerdos en el intento de avanzar en la regulación y gestión de la crisis en la que seguimos inmersos⁶⁷. En la reunión del G-20 en noviembre de 2011

⁶⁴ Desde un planteamiento general, la *asset securitisation (securitisation)* puede describirse como “the process by which securities are created by a special purpose entity (SPE) and issued to investors with a right to payments supported by the cash flows from a pool of financial assets held by the SPE” (Comité de Basilea, The Joint Forum, *Report on asset securitisation incentives*, BIS, Julio de 2011, pág. 1).

⁶⁵ Financial Stability Board, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*, 27 de octubre de 2011, pág. 3. La traducción es la realizada por la Comisión Europea en la versión española del Libro verde sobre el sistema bancario en la sombra *Bruselas 19.3.2012 COM (2012) 102 final*, pág. 3

⁶⁶ Washington (14 y 15 de noviembre 2008).

⁶⁷ Reunión del G20 en Londres (2 de abril de 2009). En su comunicado *Strengthening the Financial System* (2 de abril de 2009), los líderes G20 manifiestan su acuerdo en extender la regulación y la supervisión a todas las instituciones financieras sistémicamente importantes, lo que incluye, por

en Cannes, se acordó incrementar la supervisión y regulación del *shadow banking system*, (o "sistema bancario paralelo", como se le refiere en el comunicado del G20 de junio de 2012⁶⁸) expresión con la que se quiere hacer referencia, como hemos indicado, a la intermediación en el crédito que implica entidades y actividades realizadas al margen del sistema bancario tradicional⁶⁹, actividad de intermediación que se ha convertido en una parte fundamental del moderno sistema financiero que provee, por ejemplo, de financiación y liquidez a los intervinientes en los mercados como alternativa a la tradicional financiación bancaria mediante las titulaciones, los préstamos de valores y las operaciones de repos y de dobles. Pero con estas actividades se transfiere el riesgo de crédito a terceros. Además, las entidades financieras también han acudido al *shadow banking system* para eludir la normativa bancaria de recursos propios constituyendo sociedades o entidades instrumentales (*special purpose vehicles*), elevando su nivel de apalancamiento con el riesgo que todos conocemos.

El mercado de derivados OTC, que funciona sin cámara de contrapartida y sin reglas estandarizadas, ha elevado exponencialmente las consecuencias de la crisis en el mercado crediticio desde el momento en el que los contratantes no han podido cumplir con los términos de la liquidación de estos contratos. Como un primer paso para controlar este mercado a nivel mundial, el G20 en su reunión de Méjico de junio de 2012 reafirmó "su compromiso en el sentido de que todos los contratos estandarizados de derivados extrabursátiles deben negociarse en la bolsa o en plataformas electrónicas y compensarse a través de contrapartes centrales a finales de 2012⁷⁰". El Reglamento UE nº 648/2012, del PE y del Consejo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y

primera vez a los grandes HF (<http://www.g20.org/documents/final-communicue.pdf>). En la cumbre de Seúl de noviembre de 2010, el G20 afirmó la necesidad de reforzar la regulación y la supervisión del sistema bancario en la sombra.

⁶⁸ <http://www.g20.org/index.php/es/fichas-tematicas>

⁶⁹ V. Financial Stability Board, *Strengthening the Oversight and Regulation of the Shadow Banking. Progress Report to the G20 Ministers and Governors*, 16 de abril de 2011. Calcula el FSB, tomando como referencia Australia, Canadá, Japón, Corea, el Reino Unido, EE.UU. y los datos de la zona euro, que la suma agregada de fondos que circulaban a través del *shadow banking system* en 2010 era de 60 billones de dólares, lo que supone entre el 25 y el 30% del volumen que circula en todo el sistema financiero y que representa aproximadamente la mitad de los activos bancarios (Financial Stability Board, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*, 27 de octubre de 2011, pág. 8).

⁷⁰ Además indica el G20 en este comunicado sobre la *Reforma del sector financiero* (junio 2012) que los derivados extrabursátiles deben notificarse a un registro de operaciones y estar sujetos a requisitos más estrictos de capital cuando no se compensan centralmente, para permitir una mejor evaluación de los riesgos del mercado por parte de los supervisores. (cit. pág. 1, <http://www.g20.org/index.php/es/fichas-tematicas>)

los registros de operaciones es la primera medida adoptada a nivel europeo para tratar de someter a una normativa común a estos contratos.

Como órgano consultivo a nivel mundial, el *Financial Stability Board* (sucesor del *Financial Stability Forum*⁷¹) realiza análisis periódicos de los principales mercados de capitales para detectar los riesgos que amenazan su estabilidad; también emite recomendaciones que incluyen propuestas normativas para tratar de evitar el riesgo sistémico. Quizá lo más relevante de su cometido sea el actuar como coordinador de las iniciativas o actividades que realizan diversas instituciones y organismos a nivel supranacional y la elaboración de directrices en relación con las normas que, en su caso, vayan a ser adoptadas por sus miembros⁷².

El FSB plantea múltiples medidas para tratar de mantener la estabilidad financiera, medidas cuya concreción en unos casos habrá de ser desarrollada por el *Basel Committee on Banking Supervision* (aquellas que afectan al sector bancario) o por la IOSCO (en lo que afecte en mayor medida a los mercados de valores), recomendaciones que van desde la inclusión en los balances de las entidades de crédito a cualquier entidad del *shadow banking system* que realmente forma parte del grupo, a efectos de la supervisión prudencial, a la propuesta de normas para limitar la exposición al riesgo de a estas entidades no bancarias, extendiendo por ejemplo a estas entidades no bancarias el ámbito subjetivo de aplicación de las normas de suministro de liquidez a corto aplicables las entidades instrumentales que titulizan valores que pertenecen al grupo bancario (normas que se integran en un conjunto conocido como Basilea III). Propone incluir entre los requisitos de capital que han de cumplir las entidades de crédito un tratamiento más riguroso de la valoración de los subyacentes de las IIC en las que invierten. Y una mayor

⁷¹ El FSF fue creado en 1999 para promover la estabilidad financiera a través del fomento del intercambio de información y de la cooperación en la supervisión de los mercados financieros. La efectividad de este organismo puede ser cuando menos cuestionada a la vista de la crisis financiera que estalló en el año 2008 a nivel mundial. Estaba integrado por los Ministros de Economía y los Gobernadores de los Bancos centrales de los países que conformaban el G-7. En marzo de 2009 se acuerda ampliarlo a los países del G20 además de a España y a la Comisión Europea. Los fines del FSB son *to coordinate at the international level the work of national financial authorities and international standard setting bodies and to develop and promote the implementation of effective regulatory, supervisory and other financial sector policies in the interest of financial stability* (www.fsforum.org).

⁷² El Grupo de los 30 destaca la importancia de la labor de estos *international standard-setting bodies* en relación con la prevención del riesgo sistémico. [Group of Thirty, *Enhancing Financial Stability and Resilience: Macroprudential Policy, Tools and Systems for the Future*, octubre de 2010 (http://www.group30.org/rpt_01.shtml), pág. 68].

supervisión y control de los fondos en activos del mercado monetario así como un régimen estandarizado para los valores titulizados⁷³.

Todo este sistema de coordinación entre los principales supervisores está basado en un compromiso de cada uno de los Estados (incluyendo la Unión Europea) para seguir unas orientaciones comunes a todos ellos y desarrollar una normativa de similar contenido. Nos movemos en el ámbito del *soft law*, a pesar del reforzamiento de competencias del FSB.

De entre los Estados que lideran la respuesta a la crisis (sea ésta de hacer o no hacer) es unánime la necesidad de reforzar la cooperación e incluso algunos plantean en el sector bancario la creación de colegios de supervisores a nivel mundial para los grandes grupos bancarios transfronterizos⁷⁴ (como ya se ha hecho en Europa con los conglomerados financieros⁷⁵), colegios integrados por representantes nacionales de los países en los que el conglomerado está sometido a supervisión financiera.

También a nivel internacional destacan las recomendaciones de IOSCO en relación con la importancia sistémica de los fondos del mercado monetario y sus vulnerabilidades⁷⁶, sobre los mercados de CDSs⁷⁷ o en colaboración con el Comité de Basilea, sus estudios sobre los derivados sin negociación estandarizada a través de cámaras de compensación⁷⁸.

Los trabajos de estos organismos internacionales son tenidos en cuenta por los Estados miembros de dichas organizaciones, así como por los supervisores

⁷³ V. FSB, *Strengthening the Oversight and Regulation of the Shadow Banking. Progress Report to the G20 Ministers and Governors*, cit. passim.

⁷⁴ FSA, *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, Marzo de 2009, pág. 97. Indica este autor que la quiebra de Lehman reveló la inherente interconexión de los grandes bancos de inversión, lo que hace muy difícil que las entidades nacionales sobrevivan a la quiebra del grupo, incluso aunque se estructure éste a través de filiales, dada la extrema importancia que la confianza tiene en los mercados de valores. La decisión de las autoridades estadounidenses de permitir quebrar a Lehman claramente tuvo un impacto global, más allá de las consecuencias en el mercado estadounidense (ibid. supra)

⁷⁵ Directiva 2002/87/CE del PE y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero; esta norma se encuentra actualmente en fase de revisión (http://ec.europa.eu/internal_market/financial-conglomerates/supervision_en.htm)

⁷⁶ V. ad. ex el IOSCO Consultation Report *Money Market Fund Systemic Risk Analysis and Reform Options*, de 27 de abril de 2012.

⁷⁷ IOSCO: *The Credit Default Swap Market*, 16 de junio de 2012.

⁷⁸ *Report of the Basel Committee on Banking Supervision and the Board of IOSCO: Margin Requirements for Non-Centrally-Cleared Derivatives (Consultative Document)*, 6 de julio de 2012

financieros de cada uno de ellos. Pero, como decíamos, es un compromiso de cada uno de los Estados o de la Unión Europea, sin que se prevean mecanismos a nivel mundial para obligar a un país a adaptar su normativa a esas directrices o recomendaciones emanadas de estas instituciones. Seguimos en el ámbito de la *moral suasion*, por lo que queda al arbitrio de cada Estado el adoptar medidas coordinadas con los otros Estados, lo que vuelve a plantear el tema de la conveniencia de un supervisor a nivel mundial para las entidades sistémicamente importantes. Como se ha dicho gráficamente, estamos ante una situación de *global finance without global government*⁷⁹. La vía que se está poniendo en práctica es, a imagen de lo que sucede en Europa, el establecimiento de colegios o comités de supervisores cuyos acuerdos se ejecuten de forma coordinada en cada una de las jurisdicciones afectadas por la crisis de una entidad. Pero, de momento, este mecanismo se ha puesto en práctica en el sector bancario y no en el *shadow banking system*. Ha de establecerse simétrica posibilidad para la supervisión de las entidades no bancarias sistémicamente relevantes que actúan en los mercados de valores a nivel mundial.

Ello implica también reducir el arbitraje regulatorio entre los distintos países. Como indica el ESMA a escala europea⁸⁰, es necesario que las distintas normativas nacionales converjan en sus objetivos y alcance así como en materia de supervisión, y recomienda seguir las indicaciones realizadas al respecto por el el FSB⁸¹.

En Europa, la Comisión Europea publicó el Libro Verde sobre el sistema bancario "en la sombra" el pasado 19 de marzo⁸². En este documento la Comisión somete a consulta pública las posibles medidas a adoptar para tratar de evitar el riesgo sistémico que implica la crisis de estas entidades no bancarias. La Comisión Europea realiza un buen resumen de las normas europeas que se han aprobado para tratar de paliar las deficiencias que en el sector de los servicios financieros no bancarios ha revelado la crisis de 2008, deficiencias que resume en "lagunas

⁷⁹ *The Turner Review*, cit. p. 36

⁸⁰ ESMA, *Reply of ESMA to the European Commission's Green Paper on Shadow Banking*, 24 de julio de 2012, ref. ESMA/2012/476, pg. 4

⁸¹ FSB, *The Financial Crisis and Information Gaps, Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, prepared by the IMF Staff and the FBS Secretariat*, 29 de octubre de 2009, págs. 7 y 19.

⁸² Puede verse el comentario que sobre este *Green Paper* realiza PEÑAS MOYANO, M.J., "Comisión Europea: Libro Verde. El sistema bancario en la sombra, Bruselas 19.3.2012 COM (2012) 102 final", *RDMV*, 11, 2012, págs. 107-110

reglamentarias, una supervisión ineficaz, mercados opacos y productos demasiado complejos"⁸³.

La regulación europea puede agruparse, a efectos expositivos en torno a las siguientes materias: en primer lugar, lo que la Comisión denomina la "regulación indirecta" de las actividades del sistema bancario en la sombra a través de la legislación aplicable al sector bancario y asegurador; en segundo lugar, la ampliación del ámbito de aplicación subjetivo y objetivo de la MiFID y por último, en el ámbito de la inversión colectiva, el establecimiento de un régimen jurídico para los gestores de fondos de inversión alternativos y el desarrollo de determinados aspectos de la Directiva UCITS en lo que respecta a los MMF y los EFTs.

Al margen ya de la legislación sobre entidades financieras que conceden crédito en los mercados, la UE cuenta asimismo con normativa sobre las agencias de calificación crediticia, puesto que la actividad de estas entidades al calificar las emisiones de activos financieros tiene una importancia fundamental en la posterior colocación de estos activos en el mercado. Esta normativa está en fase de revisión⁸⁴.

Las medidas que afectan al reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión han sido progresivamente aprobadas en la UE tras la crisis de 2008. La Directiva 2009/111/CE del PE y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2007/64/CE en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los

⁸³ *Libro verde sobre el sistema bancario en la sombra*, Bruselas, 19.3.2012, COM(2012) 102 final, pág. 2.

⁸⁴ V. la *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies*, COM(2011) 747 final, de 15 de noviembre de 2011. Como se dice en la versión española de la propuesta de modificación del Reglamento, la norma en vigor (Reglamento 1060/2009) no resuelve suficientemente una serie de cuestiones relacionadas con las actividades de calificación crediticia y el uso de estas calificaciones. Se trata, en particular, del riesgo de dependencia excesiva de los participantes en los mercados financieros con respecto a las calificaciones crediticias, el elevado grado de concentración del mercado de la calificación crediticia, la responsabilidad civil de las agencias frente a los inversores y los conflictos de intereses que plantean el modelo «el emisor paga» y la estructura accionarial de las agencias. Y tampoco se abordan de manera específica las particularidades de las calificaciones soberanas, que la actual crisis de la deuda ha puesto de manifiesto [COM(2011) 747 final, pág. 2]. El Reglamento Delegado (UE) Núm. 272/2012, de la Comisión, de 7 de febrero de 2012 impone a las agencias de calificación crediticia cuyo volumen de negocios supere un determinado umbral, el pago de una tasa anual al ESMA, a fin de que sufragan los costes de su supervisión.

grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis, conocida como CDR II, incorpora previsiones que, entre otros extremos, tratan de evitar el que las entidades de crédito y las ESIs eludan la provisión de capital para asegurar los riesgos derivados de las titulizaciones, tanto en el momento de su emisión como en el del aseguramiento de estas operaciones. La crisis pronto reveló que estas medidas fueron insuficientes y un año después la UE vuelve a modificar las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para bancos y ESIs mediante la Directiva 2010/76/UE de 24 de noviembre de 2010 (conocida como CDR III) que introduce además mayores garantías para los procesos de retitulización y unos controles más estrictos de las políticas de remuneración de consejeros, directivos y empleados cuya actividad pueda suponer la asunción de riesgos excesivos para las entidades de crédito y ESIs.

La actividad legislativa europea se pretende que sea coordinada con la de los países del G20 que no forman parte de la UE. Se trata de incorporar al ordenamiento europeo del Acuerdo de Basilea III, tal y como acordó el G-20 en su reunión de noviembre de 2010⁸⁵.

La Comisión ha elaborado una propuesta de Directiva y una propuesta de Reglamento⁸⁶ (conocida como CDR IV) en las que, entre otros extremos, se recogen los contenidos de los Acuerdos de Basilea III. Mediante la propuesta de Directiva⁸⁷ se pretende sustituir el contenido de las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE, a las que deroga, y reunir en un único texto las normas sobre acceso al capital de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y de las ESIs. En la propuesta se establecen unos criterios comunes en aras de un régimen sancionador administrativo armonizado en toda la UE y se obliga a los Estados miembros a dotar a los organismos supervisores de suficientes potestades de inspección y sanción respecto a las entidades de crédito. Se prevén nuevas medidas en materia de gobierno corporativo de las entidades financieras, se establecen previsiones para evitar la excesiva dependencia de las calificaciones que realizan las agencias de calificación crediticia y se introducen colchones de capital *anticíclicos* que puedan atenuar el excesivo nivel de riesgo y de apalancamiento que pueden asumir estas entidades. La propuesta de Reglamento⁸⁸ desarrolla las

⁸⁵ V. G20, *The Seoul Summit Document*, 12 de noviembre de 2010, pág. 7, disponible en http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/er/117704.pdf

⁸⁶ Hechas públicas el 20 de julio de 2011, http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_en.htm

⁸⁷ [COM(2011) 453 final]

⁸⁸ [COM(2011) 452 final]

previsiones de la Directiva respecto a los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión.

Se trata de una ambiciosa y, con los tiempos que se manejan en la UE, rápida respuesta, que desdobra el Derecho europeo en la materia en dos tipos de normas: la Directiva, que rige el acceso de las entidades a la actividad crediticia de captación de pasivo (*deposit-taking activities*) y el Reglamento, en el que se detallan los requisitos que han de cumplir bancos y ESIs sujetos a supervisión prudencial, requisitos más estrictos en lo que respecta a las ratios de *common equity*, para cumplir con las nuevas exigencias de Basilea III⁸⁹. El Consejo y la Comisión pretenden que el Reglamento entre en vigor en 2012⁹⁰.

En segundo lugar, se está abordando la reforma respecto a la ampliación del ámbito de aplicación subjetivo y objetivo de la MiFID. Y de manera similar a lo actuado en el sector bancario, la Comisión ha presentado una propuesta de Directiva que sustituiría a la vigente Directiva 2004/39/CE y un Reglamento europeo el 20 de octubre de 2011⁹¹. Se trata, como hemos indicado, de ampliar el ámbito de aplicación subjetivo y objetivo de la vigente MiFID y de imponer a las ESIs normas prudenciales similares a las de las entidades de crédito al remitirse a la Directiva CDR en materia de requisitos de capital. Se incluirían en el ámbito subjetivo de la norma a intermediarios financieros que intervienen en la negociación de *commodities*, a la vez que se imponen mayores obligaciones de información sobre los *non equity instruments* y se otorgan más potestades a los supervisores nacionales.

La respuesta normativa de la UE en relación con los HF y otros *private funds*, en aras de someter a estas entidades a un marco común que permita su supervisión y control a efectos del riesgo sistémico ha consistido en la aprobación de la AIFMD (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). Se trata de una

⁸⁹ Sobre los Acuerdos de Basilea III en relación con el capital de las entidades de crédito, v. RODRIGUEZ DE CODES ELORRIAGA, E., Las nuevas medidas de Basilea III en materia de capital, *Estabilidad Financiera*, núm. 19, noviembre de 2010, págs. 9-19 (www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones).

⁹⁰ De forma paralela, habrán de modificarse los *International Financial Reporting Standards* (IFRS) para mejorar la transparencia respecto a la transferencia de activos financieros (IIFRS 7) y los nuevos criterios de consolidación que afectan a las IFRS 10, 11 y 12. El objetivo perseguido es avanzar en la consolidación de los vehículos de titulización y establecer mayores requisitos de información sobre participaciones no consolidadas en estos vehículos.

⁹¹ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm

norma que establece un régimen armonizado *de minimis* para los gestores de HF⁹². A diferencia de lo que sucede, por ejemplo, en España, la norma europea no regula directamente a los HF sino a sus sociedades gestoras, compartiendo de este modo la misma aproximación a la materia que el Derecho estadounidense⁹³, por lo que los Estados miembros podrán seguir aplicando su derecho a los FIA autorizados al amparo de su legislación nacional. De esta norma (en fase de propuesta) nos ocupamos en un trabajo anterior⁹⁴; nos limitaremos a reseñar a continuación algunas de sus previsiones más relevantes.

En la Directiva se establecen unas reglas mínimas en materia de autorización de las entidades gestoras de HF y de otros fondos de inversión alternativos y de comercialización de participaciones de estos fondos no armonizados al amparo de la Directiva UCITS. Lo que se pretende es otorgar el pasaporte comunitario para la comercialización de los FIA entre inversores profesionales en todo el territorio de la Unión y establecer reglas comunes en materia de supervisión de los gestores de estos fondos, cuyos productos se consideran complejos y por tanto sometidos a un régimen distinto que el de los valores y otros activos financieros destinados a inversores minoristas, todo ello bajo el objetivo de evitar, entre otras variables, el riesgo sistémico y las consecuencias de un elevado apalancamiento sobre la liquidez de los mercados financieros.

Las entidades gestoras de HF y otros fondos de inversión alternativa no se definen desde un punto de vista sustancial en la Directiva, limitándose la norma a considerar como gestor de fondos de inversión alternativos a "toda persona física o jurídica cuya actividad habitual consista en gestionar uno o varios FIA", [art. 4 1. b)]. Por tanto, la Directiva es neutra en lo que respecta a la imposición de un determinado

⁹² Una visión panorámica de las iniciativas políticas que impulsaron la regulación de los HF en Europa puede verse en FERRAN, E., "The Regulation of Hedge Funds and Private Equity: A Case Study in the Development of the EU's Regulatory Response to the Financial Crisis", February 15, 2011, University of Cambridge. Faculty of Law, *Research Paper* No. 10/2011, *ECGI Law Working Paper* No. 176/2011 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1762119, *passim*. El autor recoge los reparos de la Comisión a las iniciativas del Parlamento Europeo que pueden suponer una respuesta normativa excesiva y una consiguiente sobrerregulación del sector en las págs. 16 y ss.

⁹³ Una reseña de la normativa vigente en la materia en los distintos Estados europeos antes de la crisis financiera puede verse en MATEU DE ROS, R., GUERRA, I., "Las Instituciones de Inversión Colectiva de inversión libre" en AA.VV. (dir. F. URÍA) *Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva* La Ley, Madrid 2007, págs. 1290 y ss., y en ALBELLÁ AMIGO, S., "Régimen comparado", en AA.VV. *Régimen jurídico y económico de los Hedge Funds* (dir. B. Rico Arévalo), Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2008, págs. 81 a 90. Esta normativa se encuentra actualmente en fase de revisión por la necesaria adaptación de las legislaciones nacionales a la AIFMD.

⁹⁴ *RDMV* 5, 2001, págs. 407-417. La propuesta de Directiva fue objeto en su tramitación de más de 1.600 enmiendas.

tipo social para la gestión de FIAs, admitiéndose incluso al gestor persona física. Ello obedece a la falta de regulación de los *Hedge Funds* en todos los países miembros de la UE. Su gestión puede ser realizada por cualquier persona o entidad, que adopta las más diversas formas jurídicas⁹⁵

La norma no es de aplicación a aquellas gestoras que gestionan exclusivamente HF no apalancados que no concedan a los inversores derechos de reembolso en cinco años a contar desde la constitución del HF siempre que los activos gestionados no superen los 500 millones de euros (lo puede dejar fuera del régimen armonizado a la mitad de los gestores europeos de FIAs.), y a aquellas gestoras cuyos volumen de activos gestionados no supere la cifra de 100 millones de euros, apalancados o no (art. 3.2). Para estas gestoras de HF únicamente se establece la obligación de registro ante los supervisores nacionales, la de información sobre sus estrategias de inversión en el momento de su registro y la de información periódica acerca de los principales instrumentos con los que realicen operaciones y sobre los principales riesgos y concentraciones más importantes de los FIA que gestionen, todo ello a fin de permitir a las autoridades competentes el control efectivo del riesgo sistémico (art. 3.3) El centro de atención de la norma son sólo, pues, las gestoras de aquellos fondos que pueden ser sistémicamente relevantes.

La Directiva regula en sus artículos 6 y ss. los requisitos para obtener la autorización administrativa, que una vez otorgada, es reconocida en el resto de países miembros de la UE. Se prohíbe expresamente la delegación de la gestión de carteras y del riesgo en la entidad depositaria o cualquier entidad cuyos intereses puedan entrar en conflicto con los de la gestora o los socios o partícipes del HF a menos que dicha entidad haya separado funcional y jerárquicamente el desempeño de sus funciones de gestión de cartera o de gestión de riesgos de otras funciones potencialmente conflictivas, y que los posibles conflictos de interés estén debidamente identificados, gestionados, controlados y comunicados a los inversores del HF (art. 20.2).

Las entidades gestoras HF requieren para su autorización de un capital mínimo de 125.000 euros, cifra que se eleva a 300.000 en el supuesto de gestión externa del HF (art. 9, apdos. 1 y 2). En el caso de que los activos gestionados excedan de 250 millones de euros, la gestora deberá aportar fondos propios adicionales equivalentes al 0,02 % del importe en que el valor de las carteras del que exceda de 250 millones

⁹⁵ V. ENGRÁCIA ANTUNES, J., "Fondos de inversión libre y Derecho de sociedades", *RDBB*, 113, 2009, págs. 7-54, págs. 15-18.

pero sin que, la suma exigible del capital inicial y de la cuantía adicional sobrepase los 10 millones de euros (art. 9.3)

En relación con las condiciones de ejercicio de su actividad, la propuesta recoge unas exigencias mínimas en materia de normas de conducta, de gestión de riesgos y de conflictos de interés. Con una inspiración muy directa en el art. 18 de la MiFID, el art. 14 de la AIFMD establece un régimen para la gestión de los conflictos de interés que puedan surgir en el desarrollo de su actividad; en el caso de que no fuera posible el evitarlos, han de informar de su existencia a los inversores. El desarrollo de estos principios se delegan en la Comisión Europea (art. 56)

En relación con las obligaciones de información de las sociedades gestoras de HF, el Capítulo IV de la Directiva distingue entre el informe anual que ha de elaborar la gestora sobre cada uno de los fondos que gestiona, la información que ha de suministrarse a los inversores y la información a remitir a las autoridades supervisoras. El informe anual, de forma similar a las gestoras de instituciones de inversión colectiva armonizadas reguladas en la Directiva UCITs incluirá los estados financieros auditados y una memoria sobre las actividades del ejercicio. La AIFMD precede a la Directiva UCITS en lo que respecta a la obligatoria publicidad de las políticas de remuneración de directivos y empleados de la gestora “cuya actuación tenga una incidencia material en el perfil del riesgo del FIA”, políticas de remuneración que han de constar en el informe anual (art. 22 y Anexo II).

Con carácter previo a la suscripción o adquisición de participaciones, los futuros inversores –en principio profesionales– han de recibir información detallada acerca de la política de inversiones del fondo y su posible modificación, la identidad del depositario, del auditor, del experto que valora el activo del FIA, del procedimiento de valoración del fondo, de los posibles riesgos de liquidez del mismo así como el régimen de reembolso de las participaciones tanto en circunstancias normales como extraordinarias; las comisiones, cargas, gastos e importes máximos a pagar por el inversor, el último informe anual y otros detalles que se recogen en el art 23. Se delega en la Comisión por el procedimiento de Comitología el establecimiento de la periodicidad con la que la gestora ha de comunicar a los inversores entre otros extremos, el perfil del riesgo del FIA y sus sistemas de gestión, así como el porcentaje de activos del fondo que son objeto de un tratamiento especial debido a su iliquidez. Asimismo, (art. 24) se detalla la información pública periódica que la

gestora ha de comunicar a la autoridad competente de su Estado miembro de origen sobre los principales mercados e instrumentos financieros en los que opera a través de sus fondos. Entre otros extremos, se establece la obligatoriedad de remitir un informe anual por cada FIA así como, trimestralmente, una lista detallada de todos los FIA que gestiona.

En relación con el apalancamiento de estos HF, para evitar que los fondos apalancados actúen como catalizadores en caso de crisis, el art. 24.4 la Directiva recoge pero no define el concepto de apalancamiento sustancial (se delega en la Comisión la determinación de los criterios para considerar que un determinado nivel de apalancamiento tiene carácter sustancial), concepto que es utilizado por el legislador comunitario para establecer el momento a partir del cual las gestoras de HF han de suministrar un mayor nivel de información al organismo supervisor por poder llegar a ser sistémicamente relevantes. En el caso de que el nivel de apalancamiento de uno o varios fondos tenga carácter sustancial, la sociedad gestora habrá de comunicar con carácter periódico a su supervisores nacionales el nivel global de apalancamiento de cada HF que gestiona, desglosando la parte del apalancamiento que se deriva de las operaciones de préstamo de efectivo o valores y la que esté implícita en los derivados financieros, así como remitirle información sobre la medida en que los activos del FIA han sido reutilizados en el marco de operaciones de apalancamiento. Se comunicará al supervisor la identidad de las cinco mayores fuentes de préstamo de efectivo o valores de cada uno de los fondos gestionados y los volúmenes de apalancamiento obtenidos de cada una de ellas por cada HF. Para las gestoras domiciliadas fuera de la UE, esta información queda limitada a los HF de la UE por ellas gestionados así como a los HF domiciliados fuera de la UE pero comercializados en el territorio de la Unión.

Por otra parte, se eleva a norma legal lo que ya se venía haciendo en la práctica al menos por parte de algunos supervisores de la UE: en el caso de que la operativa de una o varias gestoras pueda puedan consituir una fuente importante de riesgo de contrapartida para una entidad de crédito u otra institución sistémicamente relevante, entonces el supervisor de la sociedad gestora (Estado miembro de origen) ha de dirigirse bilateralmente a los Estados miembros competentes e informarles de esta circunstancia. En fase de enmiendas de la Directiva se introdujeron en el texto finalmente publicado algunas referencias a la actuación de entidades de crédito y ESIs como *prime brokers* de la sociedad gestora de HF, en concreto la prohibición

de que el *prime broker* actúe como entidad depositaria del HF salvo que se cumplan determinadas condiciones⁹⁶.

Como lo que se pretende es determinar (en palabras del art. 25.1 de la Directiva) hasta qué punto contribuye el nivel apalancamiento de los HF (y de los FIA en general) a la generación de riesgo sistémico en el sistema financiero, de riesgos de perturbación de los mercados o de riesgos para el crecimiento a largo plazo de la economía, la norma establece una obligación de comunicación de esta información por parte de los supervisores de las gestoras de estos fondos, información que ha de ponerse a disposición de los supervisores del resto de los Estados miembros, del ESMA y de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). El deber de controlar el excesivo nivel de apalancamiento recae en primer lugar sobre la propia gestora del HF, habilitándose al supervisor de su estado miembro de origen a imponer límites a su nivel de apalancamiento en el caso de que considere que puede generar riesgo sistémico o perturbación en los mercados. Si el ESMA detectara peligro sistémico en relación con el nivel de apalancamiento de uno o varios HF, podrá emitir recomendaciones dirigidas al supervisor competente a fin de que adopte medidas para reducir los niveles de apalancamiento de uno o varios HF, pero carece de competencias para intervenir directamente y requerir a la gestora a fin de que reduzca el nivel de apalancamiento de uno o varios de los HF gestionados.

Es fundamental, pues, para el control del riesgo sistémico no sólo el establecimiento de obligaciones de información para las gestoras de HF sistémicamente importantes, sino también el que esta información sea compartida entre los supervisores y el ESMA. Por otra parte, se han de reforzar las competencias de los supervisores nacionales en materia de inspección, en la línea seguida por la MiFID.

La Directiva supone un avance indudable en el control del riesgo sistémico que pueden presentar las grandes gestoras de HF. La aplicación de las medidas establecidas al respecto requiere de desarrollo reglamentario por parte de la Comisión. Es básico el concepto de recurso al apalancamiento de forma sustancial, o de HF sistémicamente relevantes, ya que determina el umbral a partir del cual se exigen mayores obligaciones de información a las gestoras de HF. Y estas gestoras de fondos sistémicamente relevantes son las que han de ser directa y

⁹⁶ Condiciones que requieren la separación funcional y jerárquica entre el desempeño de sus funciones como depositaria y sus funciones como *prime broker* así como el que los posibles conflictos de interés estén debidamente identificados, gestionados, controlados y comunicados a los inversores del FIA [art. 21.4 AIFMD. V. asimismo el art. 23.1.o)].

estrechamente vigiladas por los supervisores nacionales y el propio ESMA, que recabará la información de las comisiones de valores u organismo que haga las funciones en cada Estado miembro. La cuestión es si el supervisor nacional del Estado miembro de origen de la gestora cuenta con medios materiales y humanos suficientes como para desarrollar adecuadamente su función de policía administrativa. Sería deseable, de forma similar a lo sucedido con las agencias de calificación crediticia y el ESMA, el que se estableciera una tasa a nivel nacional que recaería sobre las propias sociedades gestoras, para financiar los costes adicionales que supone la supervisión de su actividad. Si se siguen los criterios del Derecho estadounidense (las gestoras sistémicamente importantes están domiciliadas principalmente en Estados Unidos y Gran Bretaña) no estamos ante una cifra demasiado elevada de entidades a supervisar de forma más estricta. Cosa distinta sería el que el sector buscara las jurisdicciones nacionales cuyos supervisores cuentan con menos medios o menos experiencia en esta tarea; es entonces cuando la cooperación y el intercambio de información cobra una importancia sustancial. La UE ha optado por esta vía. El 22 de Julio de 2013 es la fecha establecida en la AIFMD (art. 66) para la efectiva implementación en la legislación de los Estados miembros de las medidas previstas en la norma. Veremos si el tiempo confirma su efectividad o si es necesario avanzar en el establecimiento de un supervisor único (ESMA o EBA) para el efectivo control del riesgo sistémico que la actividad de las grandes gestoras de HF puede generar en los mercados.