

---

# La CNMV actualiza su Q&A, con novedades para la gestión alternativa

Con fecha 12 de marzo la CNMV ha actualizado el documento de preguntas y respuestas sobre normativa de IIC y ECR, incluyendo nuevas cuestiones que afectan a la industria de gestión alternativa

España - Legal flash

13 de marzo de 2024



---

## Aspectos clave

- > Nuevos criterios sobre las operaciones de “warehousing” en ECR.
- > Condiciones para otorgar liquidez en las IIC de Inversión Libre que invierten en activos ilíquidos.
- > Definición del concepto de “reverse solicitation” en el ámbito de cerrados.



---

## Nuevos criterios de CNMV para fondos de inversión alternativa (ECR e IIC de Inversión Libre)

### Operaciones de *warehousing*

Como continuación a los criterios que el regulador estaba aplicando en el registro de ECR, la CNMV ha aclarado su posición respecto a las llamadas operaciones de *warehousing*, esto es la adquisición de activos por parte de las gestoras o personas vinculadas con ellas, con anterioridad a la constitución de la ECR con objeto de transmitirlos una vez constituido el vehículo.

La posición de CNMV respecto a estas operaciones es la siguiente:

- La transmisión de activos previamente adquiridos por las gestoras, o por personas o entidades vinculadas a ellas, presentan conflictos de intereses relevantes en los que resulta difícil acreditar el interés exclusivo para el vehículo.
- Por ello, este tipo de operaciones deberían ser muy excepcionales y contar con la autorización previa del órgano establecido para velar por dichos conflictos y, en todo caso, las gestoras deberán poder acreditar de manera reforzada el interés exclusivo para ambas partes y que el precio de la transacción se corresponde con el que pactarían partes interesadas y debidamente informadas, en condiciones de independencia mutua.
- Las personas/órganos encargados de gestionar y, en su caso, autorizar las operaciones con potenciales conflictos de intereses deben ser ajenos a la gestión.
- En todo caso, la adquisición por el vehículo de tales activos debería condicionarse a la previa aprobación de dicha operación por el Comité de Supervisión de las ECR (u otros comités en los que participen los inversores más relevantes) o por los Consejos de las SCR (con participación exclusiva de miembros no conflictuados).
- Las gestoras pondrán en conocimiento de los potenciales inversores, con carácter previo a la suscripción, la intención de adquirir estos activos, proporcionando información detallada de ellos, las condiciones de la adquisición y de la transmisión al vehículo, y justificarán el beneficio de la operación, todo ello para que el inversor tome una decisión informada.



Por último, debe recordarse que estas operaciones pueden caer dentro de los supuestos de vinculación a efectos fiscales con posibles impactos relevantes en las desinversiones de los fondos, ya que existen limitaciones a la aplicación de la exención fiscal del 99% en el Impuesto sobre Sociedades cuando se han producido adquisiciones a partes vinculadas. Por ello, recomendamos que se analicen en detalle también desde el punto de vista fiscal.

### Calificación de los clientes minoristas que solicitan ser considerados como profesionales

Como novedad, el regulador, confirmando que los inversores incluidos en el artículo 75.4 de la LCR no son profesionales, prohíbe que se utilicen cuestionarios incitando o promoviendo que el cliente se autoclasifique como profesional.

#### *Reverse Solicitation*

Si bien no es la primera vez que la CNMV se pronuncia sobre el alcance de las inversiones a iniciativa del inversor o “*reverse solicitation*”, la nueva pregunta incluye detalles relevantes que deberán tenerse en cuenta a efectos de delimitar dicha práctica.

En concreto, destacamos los siguientes aspectos del nuevo criterio de CNMV:

- Se considera que cuando hay contacto personal entre el cliente y una entidad en relación con la suscripción de una ECR, resulta difícil argumentar que la inversión se ha producido a iniciativa del inversor.
- No parece razonable considerar probable que una gran mayoría de los inversores actúen por iniciativa propia en la comercialización de una ECR, ni tampoco que ello suceda si la entidad ha establecido una política interna de promoción o de incentivos al personal.
- La iniciativa de la operación resulta de especial interés supervisor para vehículos que no pueden comercializarse a inversores minoristas, por ejemplo, respecto a aquellas gestoras que no sean de Capítulo II. Por ello, en estos casos la gestora debería disponer de información que permita acreditar de quién parte la iniciativa, por ejemplo, a través de grabaciones telefónicas, correos electrónicos remitidos por el propio inversor o guardando soporte de solicitudes de información realizadas por el inversor a través de la página web, no resultando adecuado únicamente la firma por el cliente de una declaración de no ofrecimiento de la ECR o EICC (o “*reverse solicitation*”).



## IIC de IL semilíquidas

Respecto a aquellas IIC de IL que invierten más del 10 por 100 en activos ilíquidos, pero que otorgan posibilidad de suscripción y reembolso a los partícipes, la CNMV ha identificado los siguientes aspectos vinculados a la gestión de la liquidez:

- Obligación de incluir en el folleto los límites máximos de inversión en activos ilíquidos *per se* y la frecuencia (que no será diaria) con que se atenderán las operaciones de suscripción y reembolso, y advertir que de manera sobrevenida podrían producirse superaciones transitorias no relevantes de este límite que serán regularizadas en el menor plazo de tiempo y en interés de los inversores.
- Disponer en la gestora de un procedimiento interno en el que concrete la fluctuación máxima (en términos absolutos, relativos o ambos) que transitoriamente podría producirse en la proporción de estos activos como consecuencia de suscripciones y reembolsos, concretando en dicho procedimiento las actuaciones a realizar cuando se superen los umbrales establecidos y, en especial, los supuestos en que la entidad activaría herramientas para la gestión de la liquidez, (entre otras, suscripciones y reembolsos parciales, *side-pockets*...)
- Estar en disposición de acreditar que, para los activos ilíquidos *per se*, se puede obtener periódicamente una valoración razonable de mercado acorde con la frecuencia que se haya establecido para suscripciones y reembolsos y que resultaría factible encontrar terceros a los que vender tales activos.
- Establecer amplios plazos de preaviso que permitan a la gestora conocer los movimientos de inversores que se van a producir, y así poder, en caso de que sea necesario, disponer de tiempo para proceder a la venta de estos activos en la parte necesaria, o bien para analizar las condiciones existentes en mercado, en concreto, de los descuentos que podrían ser exigidos, y de esta manera se puedan ajustar las valoraciones a precios *bid/ask*, o repercutir estos costes o primas de liquidez a través de un mecanismo de *swing pricing*. Si hubiera activos ilíquidos *per se* en los que, por circunstancias de mercado, no fuera posible asegurar una valoración en estos términos, aplicación de suscripciones/reembolsos parciales u otros mecanismos que eviten conflictos de interés entre inversores.



- > Diferimiento del pago de los reembolsos por el tiempo que sea necesario para disponer de valoraciones de mercado más ajustadas y sin decalajes en relación con la fecha de referencia del valor liquidativo aplicable.
- > Advertir expresamente en la carta de asunción de riesgos que firma el inversor minorista del porcentaje que podría invertirse en estos activos ilíquidos *per se*, e informar del riesgo de liquidez y de valoración que puede conllevar, así como de los mecanismos o herramientas aplicables.

Finalmente, se advierte que la CNMV analizará con motivo de la autorización del vehículo o en la actualización del folleto si la exposición a mantener en activos ilíquidos *per se* es acorde con la frecuencia que se establezca para admitir suscripciones y reembolsos, así como de la correcta aplicación de los aspectos señalados (suficientes herramientas de gestión de la liquidez, transparencia a los inversores...).

---

Para obtener información adicional sobre el contenido de este documento puede enviar un mensaje a nuestro equipo del [Fondos](#) o dirigirse a su contacto habitual en Cuatrecasas.

©2024 CUATRECASAS

Todos los derechos reservados.

Este documento es una recopilación de información jurídica elaborado por Cuatrecasas. La información o comentarios que se incluyen en el mismo no constituyen asesoramiento jurídico alguno.

Los derechos de propiedad intelectual sobre este documento son titularidad de Cuatrecasas. Queda prohibida la reproducción en cualquier medio, la distribución, la cesión y cualquier otro tipo de utilización de este documento, ya sea en su totalidad, ya sea en forma extractada, sin la previa autorización de Cuatrecasas.

