

## Mercados y praxis negocial

### La hora de los ELTIF o fondos de inversión a largo plazo europeos. Novedades en su régimen jurídico

Jorge Canta Diaz de Guereñu

Socio Cuatrecasas

La canalización de inversiones a largo plazo a través de Fondos que puedan comercializarse a particulares es un objetivo de la Unión Europea. La reforma de la normativa ELTIF pretende que dicho objetivo sea una realidad.

Fondos, FILPE, inversión a largo plazo, capital riesgo, infraestructuras.

The channeling of long-term investments through investment funds to be distributed among retail investors is an EU target. The reform of the ELTIF regulation is intended to achieve such goal.

Long-term investment funds, retail investors, ELTIF, private equity.

#### I. Antecedentes y situación actual

La regulación europea en materia de fondos de inversión ha diferenciado históricamente los llamados fondos UCITS (*undertakings for collective investment institutions in transferable securities*) de los Fondos de Inversión Alternativos o FIAs. Los UCITS responden en general a la inversión en activos líquidos y de forma diversificada, proporcionando al inversor particular y profesional una inversión líquida que le permite acceder indirectamente a los mercados de capitales o de deuda.

Por su lado, la regulación de los FIAs (1) define como tal a todo organismo de inversión colectiva, así como sus compartimentos de inversión que: i) obtenga capital de una serie de inversores para invertirlo, con arreglo a una política de inversión definida, en beneficio de esos inversores, y ii) no requiera autorización de conformidad con la normativa UCITS. En este marco, dentro de los FIAs podemos encontrar fondos canalizadores de estrategias tanto de hedge funds, como inmobiliario, infraestructura, private equity etc.

Dado de la Directiva GFIA está centrada en la regulación de los Gestores y, de alguna forma, es agnóstica a la tipología de vehículos, que están regulados a nivel local por cada una de las jurisdicciones, la comercialización transfronteriza de los FIA está limitada únicamente a los

inversores profesionales, de acuerdo con la normativa MiFID, excluyendo por tanto la comercialización transfronteriza al inversor particular o retail.

En este marco, la Comisión Europea, con el objeto de impulsar la inversión por parte de particulares en estrategias ilíquidas, en el año 2015 aprobó el Reglamento ELTIF (2) . Este Reglamento creó la figura del ELTIF (3) como vehículo canalizador de estrategias ilíquidas en el marco de la Unión, imponiendo, entre otros, requisitos de inversión, diversificación, apalancamiento, conflictos de interés etc.

La gran diferencia a nivel práctico del ELTIF con el resto de los vehículos AIFs versaba en la posibilidad de distribuir de forma transfronteriza estos vehículos a inversores no profesionales a cambio de someterse a una mayor regulación.

De esta forma, por ejemplo, una sociedad gestora española que gestiona un Fondo de Capital Riesgo español puede comercializarlo en España, de acuerdo con lo previsto en el artículo 75.2 de la LECR (4) , a inversores particulares siempre y cuando comprometan un importe mínimo de 100.000 euros y firmen una declaración de conocimiento de riesgos. Si embargo, si dicha Gestora quisiera comercializar el fondo en Francia, únicamente lo podrá hacer a inversores profesionales, de acuerdo con lo previsto en la Directiva GFIA. Por el contrario, si estuviese gestionando un ELTIF, podría comercializarlo a inversores particulares franceses que cumplieren determinados requisitos que más adelante detallaremos.

En este marco, por tanto, la existencia de la figura del ELTIF es muy relevante puesto que armoniza un vehículo cuya capacidad de distribución es significativamente mayor que la de los FIA.

Si bien en el año 2015 el planteamiento de la creación de un vehículo de inversión a largo plazo que pudiera replicar el éxito de los UCITS, parecía destinado a tener una gran acogida por parte de los operadores del mercado, la realidad es que el resultado ha sido muy pobre. En concreto, de acuerdo con los datos publicados por el Parlamento Europeo (5) , en Octubre de 2021 había únicamente 57 ELTIFs operando en la Unión Europea domiciliados solo cuatro países (Luxemburgo, Francia, Italia y España), siendo el total de activos del mercado de unos 2.400 millones de euros.

Estas cifras tan pobres han hecho reflexionar a las autoridades europeas sobre la necesidad de modificación el Reglamento ELTIF y, en particular, sobre la eliminación de ciertas limitaciones que han podido ser causa de la falta de éxito de esta iniciativa. Debe recordarse que uno de los objetivos de la Unión es facilitar la captación y canalización de capital hacia la inversión a largo plazo en la economía real, y, para ello, es fundamental que la iniciativa del ELTIF tenga éxito y sea una de las palancas que permitan lograr dicho objetivo

## II. Alcance de la reforma del Reglamento ELTIF

Con los antecedentes antes descritos, la Comisión Europea en el año 2020 publicó una comunicación (6) el marco del plan de acción para la Unión del Mercado de Capitales, en la que expresaba su apoyo a los vehículos de inversión que canalizan la financiación hacia proyectos de inversión a largo plazo y planteaba la conveniencia de revisar el marco legislativo para facilitar su utilización. En concreto, sugería que los cambios en el marco legislativo y el aumento de los incentivos para el uso de la estructura de los fondos ELTIF podrían promover la introducción de fondos paneuropeos de inversión a largo plazo y, en última instancia, canalizar más financiación, incluso de inversores minoristas, en la economía real de la UE.

Esta iniciativa se ha plasmado en la Propuesta de la Comisión (7) para modificar el Reglamento ELTIF que se encuentra ahora mismo en proceso de discusión entre la Comisión y el Parlamento Europeo y que previsiblemente podría estar cerrada en el primer trimestre de 2023.

La reforma del Reglamento ELTIF apunta a varias direcciones, focalizadas en aumentar el interés de los gestores por promover este tipo de vehículos. Por un lado, se han eliminado determinadas barreras en cuanto los requisitos de inversión del ELTIF, en especial en cuando a la

inversión en activos directos (*real assets*) y la diversificación y, por otro, se han flexibilizado las condiciones para la comercialización de los ELTIF a particulares. Finalmente, se han introducido mejoras en cuanto a los conflictos de interés, mecánica para la aprobación de los vehículos etc.

Las novedades más destacadas de esta iniciativa son las siguientes:

## 1. Modificaciones en la política de inversión

### 1.1. Definición de Activos Reales

La actual definición de Activo Real (8) del Reglamento ELTIF establece una serie de condiciones cualitativas para que dichos activos puedan formar parte de las carteras de ELTIF que obligan a justificar la contribución de los mismos a los objetivos de la Unión (9). La exigencia de cumplir con tales objetivos ha limitado sustancialmente la capacidad de los gestores en cuanto a la inversión en tales activos y ha supuesto una barrera para la creación del ELTIF.

Ante esta situación, con el objeto de incrementar el atractivo de los ELTIFs para gestores de activos y aumentar el rango de inversiones disponible, la Propuesta ELTIF ha simplificado sobremanera la definición de Activos Reales que ahora simplemente se referirá a «*un activo que tiene un valor intrínseco derivado de su sustancia y propiedades*».

La modificación de la definición viene acompañada por una relación de Activos Reales incluidos en los Considerandos de la Propuesta ELTIF que incluyen entre otros, inversión en inmuebles comerciales, viviendas, infraestructuras de energía, transporte o medio ambiente, propiedad intelectual, embarcaciones marítimas o aéreas, maquinaria, equipamientos etc. (10)

Este cambio es muy relevante ya que elimina la arbitrariedad y posible interpretación subjetiva del concepto «*contribución a los objetivos de la Unión*» permitiendo que los Activos Reales puedan encontrarse fuera del territorio de la Unión y ampliando el objetivo de inversión lo que sin duda podrá ayudar a mejorar el uso del ELTIF como vehículo.

Adicionalmente, el Reglamento ELTIF obliga a que el Activo Real en el que invirtiese un ELTIF tuviese un valor equivalente a 10 millones de euros. Este importe se ha considerado muy elevado y la Propuesta ELTIF lo ha reducido a un millón de euros.

### 1.2. Inversión en entidades cotizadas

La redacción actual, que consideraba Empresa en Cartera Admisibles a aquellas entidades cotizadas que no superasen los 500 millones de euros de capitalización bursátil, eleva dicho importe a 1.000 millones y aclara que tal requisito debe cumplirse en el momento de inversión por parte del ELTIF.

### 1.3. Modificaciones en las ratios de inversión y diversificación

Como medida que pueda flexibilizar la inversión de los ELTIF la ratio mínima de inversión en activos elegibles se ha reducido del 70 por 100 al 60 por 100, mientras que los límites de concentración en un único activo se han elevado al 20 por 100 frente al 10 por 100 actual. Para el caso de ELTIF dirigidos exclusivamente a inversores profesionales los coeficientes de diversificación han sido eliminados.

En los casos en los que se invierta en otros fondos, el importe máximo a invertir en los fondos gestionados por una única entidad será del 40 por 100.

### 1.4. Inversión en otros Fondos. Estructuras Master Feeder

El Reglamento ELTIF únicamente permite la inversión en otros fondos a la inversión en ELTIF, FESE y FCRE y limita el porcentaje máximo de inversión en otros fondos al 20 por 100.

La Reforma ELTIF, elimina el límite del 20 por 100 y permite la inversión en cualquier otro FIA

siempre y cuando invierta en los activos permitidos por la normativa ELTIF. A estos efectos el ELTIF no podrá tener más del 30 por 100 de las acciones o participaciones del fondo subyacente.

La nueva normativa establece que los coeficientes de diversificación, del cumplimiento de las ratios 60-40, señalados en el párrafo anterior, y los límites de financiación deben analizarse de forma consolidada entre el ELTIF y los Fondos en los que invierta lo que obligará a los ELTIFs a recibir información puntual de los gestores de los fondos subyacentes.

Como novedad, se incluye la posibilidad de establecer estructuras Master-Feeder (Principal-Subordinado), esto es ELTIFs que inviertan prácticamente todo su activo —al menos el 85%— en otro ELTIF. Normalmente estas estructuras han mejorado la distribución transfronteriza y ya son una realidad en el entorno de UCITS.

## 2. Mejoras en el régimen de distribución a inversores minoristas

El régimen de distribución del ELTIF para los inversores minoristas estaba planteado de forma muy garantista teniendo en cuenta la novedad del producto. En concreto, obligaba a que los inversores estuviesen bajo una relación de asesoramiento y que se hubiese analizado la idoneidad de los mismos para la adquisición del producto.

Adicionalmente, se imponía unas condiciones de comercialización para aquellos inversores que tuviesen un patrimonio financiero inferior a 500.000 euros, que en general obligaban a la inversión de un mínimo de 10.000 euros y a comprobar que el importe de la inversión en ELTIF no superase un 10 por 100 del importe total de inversión financiera del cliente.

De acuerdo con la visión de la Comisión, estas restricciones han supuesto una barrera para la comercialización de los ELTIF y se propone eliminarlas de tal forma que el ELTIF tendría un tratamiento en la comercialización como cualquier otro producto en el marco de MiFID, sin perjuicio que sea necesaria la realización de un análisis de idoneidad al inversor particular.

### 2.1. Mecánicas de reembolso

Otro ámbito de mejora de la regulación ELTIF está relacionado con las mecánicas de entrada y salida de los inversores durante el plazo de duración del mismo. En concreto se permite a la sociedad gestora hacer coincidir parcial o totalmente, antes del vencimiento del FILPE, las solicitudes de transferencia de participaciones o acciones del FILPE por parte de los inversores salientes con las solicitudes de transferencia por parte de los inversores potenciales. De esta forma, se establece un mecanismo de liquidez en línea con los utilizados por los fondos semi-abiertos, que permitirá utilizar el ELTIF para el desarrollo de estas estrategias.

### 2.2. Otras modificaciones

Además de los cambios señalados anteriormente, la Propuesta ELTIF incluye otras mejoras en el ámbito régimen de la financiación solicitada por los ELTIF y la inversión en instrumentos de titulización, la relajación de normas sobre conflictos de interés, tratamiento equivalente a inversores y el régimen de desistimiento.

## III. Líneas generales de la posición del Parlamento Europeo

En el marco de las discusiones entre la Comisión y el Parlamento Europeo para la aprobación de la Reforma del Reglamento ELTIF, en marzo de 2022 se ha publicado el Borrador de Reporte (11) sobre la propuesta de modificación que en líneas generales apunta lo siguiente:

- • Propone una mayor relajación de las normas de inversión propuestas en el documento de la Comisión eliminando, por ejemplo, el importe mínimo para la inversión en activos reales o elevando el importe para la inversión en sociedades cotizadas a 2.000 millones de euros.
- • Propone que los ELTIF pueda invertir en fondos de fuera de la UE o que los Master también puedan ser figuras diferente a los ELTIF.

De momento la viabilidad de estas modificaciones no está confirmada y habrá que esperar a las negociaciones entre el Parlamento Europeo y la Comisión para comprobar si efectivamente el texto final incluye un régimen todavía más relajado.

#### IV. Reflexión crítica sobre el impacto de la reforma ELTIF en España

Sin temor a equivocarse puede afirmarse que, desde la aprobación del Reglamento ELTIF en el año 2015 las autoridades españolas, han mostrado un interés nulo por la figura del ELTIF. La única excepción la encontramos en la iniciativa de la Diputación Foral de Bizkaia por aprobar un régimen fiscal para los ELTIFs domiciliados en dicho territorio, que luego siguió la Diputación Foral de Alava en términos similares, lo que ha dado lugar a los dos únicos ELTIFs registrados en nuestro país.

Fuera del ámbito del régimen fiscal foral, el ELTIF ha sido una figura simplemente ignorada de tal forma que no se conoce ni siquiera cual es su régimen fiscal aplicable lo que genera una inseguridad jurídica incompatible con la creación de un vehículo de inversión a largo plazo.

Ahora que se va a impulsar la figura a nivel europeo parece necesario que se dote al vehículo de un régimen fiscal, y que dicho régimen fiscal otorgue neutralidad impositiva (12) , en línea con el resto de vehículos de inversión colectiva, tal y como ha sugerido el Borrador de Reporte del Reglamento , para que el ELTIF pueda cumplir el propósito para el que se ha creado y prospere esta reseñable iniciativa europea. Adicionalmente, si como se prevé, otros Estados ya incorporan un régimen fiscal favorable a los ELTIF o están en vías de hacerlo, la posición competitiva de España frente a otros países se podría ver afectada.

En este sentido, una vez que se confirme la condición del ELTIF como sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades, sea cual sea la forma jurídica que adopte, debe valorarse si los ELTIF deben tributar como una Institución de Inversión Colectiva, tal y como está previsto en las normas forales vizcaína y alavesa, o como una entidad capital riesgo. En nuestra opinión, esta segunda opción podría tener más sentido al tratarse de un vehículo de inversión de carácter eminentemente cerrado. Ahora bien, debería tener en cuenta las diferencias del ELTIF con el capital riesgo, ya que el primero tiene una visión mucho más amplia de la tipología de activos en los que se puede invertir y, por tanto, el régimen fiscal favorable debe extenderse a todos ellos. En esta misma línea, creemos que tendría sentido regular expresamente la correspondiente exoneración de retenciones propia de los vehículos con neutralidad fiscal para evitar el efecto financiero que de lo contrario se generaría.

Finalmente debe apuntarse que en el marco de las discusiones del proyecto Crea y Crece (13) , se está valorando la relajación de las condiciones de comercialización de las IIC de Inversión Libre y de las Entidades de Capital Riesgo para alinearlas con los requisitos establecidos en el Reglamento ELTIF. Tal y como se ha indicado anteriormente, es muy posible que las condiciones de comercialización del Reglamento ELTIF sean modificadas de tal manera que la modificación de la normativa española quede desfasada desde su inicio, en particular respecto a la obligación de crear relaciones de asesoramiento con los clientes particulares.

---

**(1)** Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011 , relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) no 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010 (Directiva GFIA)

Ver Texto

**(2)** Reglamento (UE) 2015/760 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de abril de 2015, sobre los fondos de inversión a largo plazo europeos.(Reglamento ELTIF)

Ver Texto

- (3)** A lo largo del artículo hemos utilizado la mención a ELTIF (European Long Term Investment Fund) dado que es la que habitualmente se utiliza en la industria, que responde a las siglas en castellano del FILPE (Fondo de Inversión a Largo Plazo Europeo).

Ver Texto

- (4)** Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (LECR)

Ver Texto

- (5)** [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS\\_BRI\(2022\)729320](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2022)729320)

Ver Texto

- (6)** COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSEJO, AL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO Y AL COMITÉ DE LAS REGIONES — Una Unión de los Mercados de Capitales para las personas y las empresas: nuevo plan de acción (24.9.2020)

Ver Texto

- (7)** Propuesta de REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO por el que se modifica el Reglamento (UE) 2015/760 en lo que respecta al alcance de los activos e inversiones aptos, los requisitos en materia de composición y diversificación de la cartera, la toma en préstamo de efectivo y otras normas aplicables a los fondos, así como los requisitos relativos a la autorización, las políticas de inversión y las condiciones de funcionamiento de los fondos de inversión a largo plazo europeos («Propuesta ELTIF»). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0722&from=EN>

Ver Texto

- (8)** Definición de activo real en el Reglamento ELTIF: *«activo que tiene un valor debido a su constitución y propiedades, y que puede generar rendimientos, incluidas las infraestructuras y otros activos que permiten beneficios económicos o sociales, tales como la educación, el asesoramiento, la investigación y el desarrollo, e incluidos los inmuebles comerciales o la vivienda solo si constituyen parte integral o un elemento auxiliar de un proyecto de inversión a largo plazo que contribuye al objetivo de la Unión de un crecimiento inteligente, sostenible e integrador»*

Ver Texto

- (9)** [https://www.cnmv.es/DocPortal/AIDia/EC\\_ELTIF.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/AIDia/EC_ELTIF.pdf)

Ver Texto

- (10)** Considerando (6) DE LA Propuesta ELTIF— *«Es necesario dotar a los gestores de activos de mayor flexibilidad para invertir en una amplia gama de categorías de activos reales. Por lo tanto, debe considerarse que las tenencias directas o indirectas de activos reales constituyen una categoría de activos aptos, siempre que el valor de dichos activos reales se deba a su naturaleza o sustancia. Los activos reales abarcan los bienes inmuebles, las infraestructuras de comunicación, medio ambiente, energía o transporte, las infraestructuras sociales, incluidas las residencias para personas de la tercera edad y los hospitales, así como las infraestructuras de apoyo a la educación, la sanidad y el bienestar, las instalaciones industriales y de otro tipo, y otros activos, incluida la propiedad intelectual, los buques, los equipos, la maquinaria, las aeronaves o el material rodante, y los bienes inmueble»*

Ver Texto

- (11)** [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-719930\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-719930_EN.pdf)

Ver Texto

- (12)** Propuesta para un nuevo considerando (38a)— Decisions on taxation are predominantly a competence of the Member States. Member States could thus decide to further improve the attractiveness of ELTIFs by, for example, granting tax neutrality or zero or reduced tax rates on distributions and capital gains.

[Ver Texto](#)

**(13)** Proyecto de Ley de creación y crecimiento de empresas.

[Ver Texto](#)