

Los Hedge Funds españoles: un mercado joven que empieza a consolidarse

El Mercado español de Hedge Funds es un mercado reciente que cuenta con una avanzada regulación de los vehículos de inversión libre y un atractivo régimen fiscal

Los **Hedge Funds** españoles vieron la luz en 2006. Al ser el mercado español de Hedge Funds un mercado de reciente creación, es un sector atractivo para el posicionamiento de gestores extranjeros que apoten mayor conocimiento de la gestión alternativa. Así diversos gestores internacionales han celebrado Joint Ventures con gestoras españolas, aunando la experiencia de los gestores extranjeros en gestión alternativa y el conocimiento local del mercado español. La posibilidad permitida por nuestra normativa de ofrecer determinados tipos de Hedge Funds entre el mercado minorista ofrece también importantes ventajas de comercialización.

Tipos de Hedge Funds regulados en la normativa española

- ◆ **Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (“IICs de IL”)**

Son el equivalente a los “single manager Hedge Funds”. Sólo pueden ser comercializados activamente a **inversor cualificado** y tienen un mínimo de inversión de 50.000 euros.

- ◆ **Instituciones de Inversión Colectiva de IICs de Inversión Libre (“IICs de IICs de IL”)**

Son el equivalente español a los Fondos de Fondos Hedge. Están sujetos a requisitos de diversificación de riesgos, límites de endeudamiento y restricciones en materia de activos aptos (requisitos de los “Hedge Funds” subyacentes para ser aptos para la inversión). Se pueden comercializar a **inversor minorista**.

Ambos tipos de Hedge Funds pueden adoptar la forma jurídica de sociedad o de fondo de inversión. En el caso de los fondos de inversión, éstos tienen que ser necesariamente gestionados, representados y administrados por una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva. La normativa

española no prevé un tipo de sociedad gestora especial para la gestión de Hedge Funds, sino que requiere unos conocimientos y experiencia específicos en sus medios humanos y unos requisitos específicos de medios materiales, de control interno de riesgos y de recursos propios.

Características principales de los Hedge Funds españoles

Requisitos de las IICs de IL (“single manager hedge funds”)

- ◆ **Suscripción mínima inicial**

La suscripción inicial mínima es de 50,000 euros por inversor. Se requiere un mínimo de 25 accionistas/participes. Existe la posibilidad de suscripciones y reembolsos en especie.

- ◆ **La comercialización esta restringida a inversor cualificado**

- ◆ **Política de inversión**

La política de inversión es libre, y está sujeta exclusivamente al cumplimiento de principios generales de liquidez, transparencia y diversificación de riesgos. La única limitación en cuanto a activos aptos para la inversión es que han de ser activos financieros.

- ◆ **Endeudamiento**

El límite es de 5 veces el patrimonio neto del fondo. No existe límite de apalancamiento mediante el uso de derivados.

- ◆ **Régimen de comisiones**

La normativa no fija ningún límite máximo de comisiones ni reglas para el cálculo de las mismas.

◆ **Cálculo del valor liquidativo**

El valor liquidativo se tiene que calcular como mínimo trimestralmente, aunque cabe la posibilidad de que el cálculo sea semestral si es necesario. Las suscripciones y reembolsos también han de tener la misma periodicidad, aunque es posible que no se conceda reembolso en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo (siempre que se respete la periodicidad mínima anterior).

◆ **Régimen de suscripciones y reembolsos**

- ✓ *Periodos de permanencia mínima:* existe la posibilidad de establecer periodos de permanencia mínima, siempre que se indique claramente en el folleto.
- ✓ *Preaviso y límite máximo de reembolsos:* se pueden fijar preavisos para suscripciones y reembolsos, indicándolo claramente en el Folleto y establecer un límite máximo a la cifra de reembolsos.
- ✓ *Plazo máximo para el pago del reembolso:* el pago del reembolso deberá realizarse antes de que transcurra el doble del período de cálculo del valor liquidativo a contar desde la fecha a la que corresponda el valor liquidativo aplicable, siendo este último el primero calculado con posterioridad al vencimiento del preaviso, y siempre, en todo caso, antes de expirar los nueve meses posteriores a la fecha en que se produjo el preaviso.
- ✓ *Existe la posibilidad de suscripciones y reembolsos en especie.*

Requisitos de las IICs de IICs de IL (“Fondos de Fondos Hedge”)

- ◆ No existe una suscripción mínima inicial y pueden ser comercializados a inversor minorista.
- ◆ **Política de inversión**

Como mínimo el 60% del patrimonio se ha de invertir en otros Hedge Funds, que han de pertenecer a alguna de las siguientes categorías:

 - ✓ IIC de Inversión Libre constituidas en España.

- ✓ IIC domiciliadas en países pertenecientes a la OCDE o cuya gestión haya sido encomendada a una sociedad gestora o entidad que desarrolle funciones similares a las de la sociedad gestora y con análogas exigencias de responsabilidad, **sujeta a supervisión con domicilio en un país perteneciente a la OCDE**, en cuyos documentos constitutivos se establezcan unas normas de inversión similares a las establecidas para las IIC de IL constituidas en España.

- ✓ Sociedades de inversión, sociedades de cartera y vehículos o estructuras asimilables, cuyos folletos o documentos constitutivos establezcan unas normas de inversión similares a las establecidas para las IIC de IL constituidas en España, que tengan por finalidad replicar una IIC de estas características y que estén domiciliadas en países de la OCDE o que la entidad encargada de la gestión esté sometida a supervisión y tenga domicilio en un país perteneciente a la OCDE.

El porcentaje mínimo del 60 % señalado en el apartado anterior podrá ser alcanzado mediante la inversión en instrumentos financieros derivados cuyo subyacente sea un activo de los anteriormente mencionados.

◆ **Diversificación**

No se puede invertir más de un 10% del patrimonio en un mismo Hedge Fund.

◆ **Prohibición de invertir a su vez en otras IIC de IIC de IL o en extranjeras similares**

◆ **Régimen de comisiones**

La normativa no fija ningún límite máximo de comisiones ni reglas para el cálculo de las mismas.

◆ **Cálculo del valor liquidativo**

El valor liquidativo se tiene que calcular como mínimo trimestralmente, aunque cabe la posibilidad de que el cálculo sea semestral si es necesario. Las suscripciones y reembolsos también han de tener la misma periodicidad, aunque es posible que no se conceda reembolso en todas las fechas de

cálculo del valor liquidativo (siempre que se respete la periodicidad mínima anterior)

◆ Régimen de suscripciones y reembolsos

- ✓ *Periodos de permanencia mínima:* existe la posibilidad de establecer periodos de permanencia mínima en el Hedge Fund, siempre que se indique claramente en el Folleto.
- ✓ *Preaviso y límite máximo de reembolsos:* se pueden fijar preavisos para suscripciones y reembolsos, indicándolo claramente en el folleto y establecer un límite máximo a la cifra de reembolsos.
- ✓ *Plazo para el pago del reembolso:* el pago del reembolso deberá realizarse antes de que transcurra el doble del período de cálculo del valor liquidativo a contar desde la fecha a la que corresponda el valor liquidativo aplicable, siendo este último el primero calculado con posterioridad al vencimiento del preaviso, y siempre, en todo caso, antes de expirar los nueve meses posteriores a la fecha en que se produjo el preaviso.

◆ Endeudamiento

Las IIC de carácter financiero podrán endeudarse hasta el límite conjunto del 10 % de su activo para resolver dificultades transitorias de tesorería, siempre que se produzca por un plazo no superior a un mes, o por adquisición de activos con pago aplazado. Posibilidad de que la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") aumente el límite con carácter excepcional.

Límite del apalancamiento por utilización de derivados: la exposición total al riesgo de mercado asociada a instrumentos financieros derivados no podrá superar el patrimonio neto de la IIC.

Aspectos fiscales de los Hedge Funds en España

Ventajas fiscales de los Hedge Funds españoles

Las IICs constituidas en España están sujetas al Impuesto sobre Sociedades al tipo de gravamen del 1 %.

En cuanto al Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, estarán exentas del Impuesto en la modalidad de Operaciones Societarias, las operaciones de constitución, aumento de capital de los fondos de inversión de carácter financiero regulados en la Ley de IICs, así como las aportaciones no dinerarias a dichas entidades. Por otro lado, las operaciones de reestructuración estarán no sujetas a la modalidad de Operaciones Societarias y exentas por la modalidad de Transmisiones Patrimoniales Onerosas y Actos Jurídicos Documentados.

Por lo que respecta al Impuesto sobre el Valor Añadido, estarán exentos los servicios de gestión y depósito de IIC gestionadas por Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva

Tributación de los accionistas/partícipes de Hedge Funds

Los accionistas/partícipes de los Hedge Funds constituidos en España y regulados por la Ley de IICs tienen establecido un régimen fiscal especial en la normativa interna española.

◆ Personas físicas residentes

Los accionistas/partícipes personas físicas deberán integrar en la base imponible del ahorro los dividendos y participaciones en beneficios, así como las ganancias o pérdidas patrimoniales derivadas de la transmisión o reembolso de las acciones o participaciones en los Hedge Funds, siendo el tipo impositivo aplicable el 18 %.

Asimismo, y bajo determinados requisitos, la normativa del Impuesto sobre la Renta de las Personas físicas establece un régimen de diferimiento de la tributación de los accionistas o partícipes, en el supuesto de que el importe obtenido como consecuencia del reembolso o transmisión de participaciones o acciones en IICs se destine a la adquisición o suscripción de otras acciones o participaciones en IICs (excepto fondos de inversión cotizados regulados en el Reglamento de IICs), conservando las nuevas acciones o participaciones el valor y la fecha de adquisición de las acciones o participaciones transmitidas.

- ◆ **Personas jurídicas residentes y no residentes con establecimiento permanente**

Los accionistas/partícipes personas jurídicas, residentes o no residentes con establecimiento permanente, deberán integrar en su base imponible los dividendos y participaciones en beneficios, así como las rentas derivadas de la transmisión o reembolso de las acciones o participaciones en los Hedge Funds, siendo el tipo impositivo aplicable, con carácter general, el 30 %.

- ◆ **No residentes sin establecimiento permanente**

Los dividendos y participaciones en beneficios, así como las rentas derivadas de la transmisión o reembolso de las acciones o participaciones de los Hedge Funds españoles obtenidos por inversores no residentes sin establecimiento permanente, estarán sujetos a tributación en España al tipo impositivo del 18 %, sin perjuicio de lo que pudieran establecer los Convenios para evitar la doble imposición internacional suscritos por España y el país de residencia del perceptor.

No obstante, de acuerdo con la normativa fiscal española, estarán exentos de tributación en España los intereses y demás rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios, así como las ganancias patrimoniales derivadas de bienes muebles obtenidas en España sin mediación de establecimiento permanente por residentes en otros Estados miembros de la Unión Europea ("UE") que no tengan la consideración de paraísos fiscales.

Asimismo, estarán exentas las rentas derivadas de las transmisiones de valores o el reembolso de participaciones en fondos de inversión realizados en algunos de los mercados oficiales de valores españoles, obtenidos por no residentes sin establecimiento permanente que sean residentes en un Estado que tenga suscrito con España un convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información y que no tenga la calificación de paraíso fiscal.

Visión general de la situación del mercado de Hedge Funds en España

- ◆ En relación con los **productos registrados, el producto estrella es el Fondo de Fondos Hedge**, siendo, por el contrario, los "single manager"

minoritarias en nuestro mercado. El resto son (i) fondos que no cumplen con los requisitos de las IICs españolas tradicionales (excesiva concentración en determinados valores, o inversión superior al 10% en valores incluidos en el coeficiente de libre disposición de las IICs tradicionales) (ii) Fondos de Fondos Hedge que no cumplen todos los requisitos para ser considerados Fondo de Fondos o (iii) Fondos utilizados para ganar exposición al mercado inmobiliario.

- ◆ En relación con las **Sociedades Gestoras, la tendencia principal** en España ha sido la **solicitud por parte de las Sociedades Gestoras tradicionales de ampliación del programa de actividades para incluir la gestión alternativa**. Al final del año 2008, unas 40 gestoras tradicionales habían sido ya autorizadas por CNMV para gestionar Hedge Funds/Fondos de Hedge Funds. La falta de experiencia en gestión alternativa por parte de las gestoras tradicionales ha sido suplida mediante la firma de contratos de delegación de actividades de gestión con gestoras extranjeras, normalmente pertenecientes al mismo grupo. Sin embargo, también se han constituido Sociedades Gestoras exclusivamente para la actividad de gestión alternativa.

Oportunidades de mercado en España para gestores de Hedge Funds extranjeros

- ◆ La oportunidad fundamental que ofrece el mercado español de Hedge Funds a los gestores extranjeros se deriva de la falta de experiencia en España en materia de gestión alternativa: El mercado español de gestión alternativa es un mercado joven (su funcionamiento efectivo comenzó en 2006) y por eso existe una falta de experiencia en materia de gestión alternativa que hace que sea un mercado atractivo para el posicionamiento de gestores extranjeros.
- ◆ Joint Ventures de gestores extranjeros de Hedge Funds con gestoras españolas: Aunar la experiencia de los gestores extranjeros en materia de gestión alternativa y el conocimiento local del mercado español.
- ◆ La ventaja de constituir un producto español es su posibilidad de comercialización en España frente al

producto extranjero. En la actualidad los Hedge Funds extranjeros encuentran muchas dificultades para su registro y comercialización en España. Además los Hedge Funds españoles, a diferencia de los extranjeros, son aptos para la inversión de las provisiones técnicas de entidades aseguradoras y para la inversión de los fondos de pensiones.

- ◆ MAB (Mercado Alternativo Bursátil): el MAB está trabajando en la creación de un segmento dentro de este mercado para cotización de los Hedge Funds: les dará mayor liquidez y la equiparación como valor cotizado a efectos de las normas de aptitud de activos.

Contactos de Interés:

Inverco: www.inverco.es

CNMV: www.cnmv.es

Agencia Tributaria:

http://www.agenciatributaria.es/wps/portal/Home?channel=1af861cd949a1010VgnVCM100000d7005a80&ver=L&site=56d8237c0bc1ff00VgnVCM100000d7005a80&idioma=es_ES&menu=0&img=0

Principal normativa de interés:

- ◆ 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.
- ◆ Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre
- ◆ Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo, sobre operaciones de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero con instrumentos financieros derivados y por la que se aclaran determinados conceptos del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre

- ◆ Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.
- ◆ Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades.
- ◆ Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de No Residentes y sobre el Patrimonio.
- ◆ Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero.
- ◆ Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de No Residentes.
- ◆ Real Decreto 1776/2004, de 30 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de No Residentes.
- ◆ Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido.
- ◆ Real Decreto 1624/1992, de 29 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre el Valor Añadido.
- ◆ Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.