
EL DEPOSITARIO Y EL CAPITAL PRIVADO. IMPLICACIONES NORMATIVAS Y OPERATIVAS

José Carlos SÁNCHEZ-VIZCAÍNO*

I. INTRODUCCIÓN

Los cambios de mayor relevancia experimentados en el capital privado, en la última década, desde un punto de vista normativo, vienen derivados principalmente de la Directiva europea de gestores de fondos de inversión alternativos (Dir. 2011/61/UE, conocida por sus siglas en inglés como AIFMD), de su reglamento delegado de aplicación directa en España (Reg. (UE) 231/2013), y de la transposición de la primera al ordenamiento español en la Ley 22/2014. A estas normas de gran calado para la Industria, añadiríamos la no tan conocida Circular 4/2016, de 29 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las funciones de los depositarios de instituciones de inversión colectiva y entidades reguladas por la 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.

Todas estas normas, tienen un *objetivo principal que es el de armonizar las reglas del juego de la inversión colectiva, y con ello aumentar la protección del partícipe, cuando este es un inversor final, y la transparencia del sector*. Una de las vías para incrementar la protección del partícipe es la introducción de la figura del depositario, con las funciones que hasta la fecha venían ya desempeñando estas entidades en el ámbito de los fondos de inversión y las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) o en el ámbito de los fondos de pensiones, y desde 1 de julio de 2018 también en las entidades de previsión social voluntaria (EPSV).

Como consecuencia de la nueva normativa y de la aplicación del depositario al capital privado, los depositarios nos hemos visto obligados, a hacer un esfuerzo para adaptar nuestros procesos de supervisión, y nuestra intervención en la operativa, a las particularidades de los fondos y sociedades de capital riesgo. Por este motivo, hemos colaborado con las gestoras y entidades de capital riesgo (ECR) autogestionadas (en adelante nos referiremos a ambas como "gestora"), para *facilitar al máximo la transición al nuevo marco norma-*

* Director de la Depositaria de Fondos de Cecabank.

tivo, aportando valor y buscando siempre el equilibrio entre la protección del inversor, el cumplimiento de las funciones encomendadas a cada interviniente, la salvaguarda de las responsabilidades de las entidades, y la eficiencia operativa de todos los participantes.

II. ¿QUÉ TIPO DE VEHÍCULOS DE INVERSIÓN EN EL ÁMBITO DEL CAPITAL PRIVADO SON SUSCEPTIBLES DE CONTAR CON UN DEPOSITARIO? ¿POR QUÉ NECESITAN UN DEPOSITARIO LAS ECR?

Desde la perspectiva regulatoria, la Ley 22/2014 define el capital privado (denominado capital-riesgo en la norma) como aquellas estrategias de inversión que canalizan financiación de forma directa o indirecta a empresas, maximizan el valor de la empresa generando gestión y asesoramiento profesional, y desinvierten en la misma con el objetivo de aportar elevadas plusvalías para los inversores. El capital riesgo es una fuente de financiación de especial relevancia para todas las etapas de desarrollo de las empresas: desde el desarrollo de una idea donde el capital semilla es crucial, las primeras fases de arranque de la actividad productiva, las etapas de expansión y crecimiento donde la financiación puede permitir dar el salto cualitativo a una dimensión y madurez y competitividad mayores, hasta en los momentos en los que la empresa ya está consolidada donde la financiación puede ser necesaria por diversos motivos como la salida a bolsa o la reestructuración o la venta de la misma. El capital riesgo comprende tanto lo que se ha venido denominando *venture capital*, destinado a las primeras fases de desarrollo de las empresas, como *private equity*, término este último que incluye inversión en empresas ya maduras con una trayectoria consolidada de rentabilidad y que por lo tanto supone operaciones de mayor envergadura de reestructuración empresarial siendo necesario el recurso de las entidades de capital riesgo a préstamos para poder financiarlas.

La intervención de las entidades de capital-riesgo supone no solo la ventaja de la financiación obtenida por las empresas, sino que, a través de la participación de profesionales cualificados en la gestión de estas entidades que aportan su conocimiento y experiencia, contribuye a importantes mejoras en la eficiencia en la gestión de las empresas financiadas y la difusión de conocimientos.

En concreto, a la hora de catalogar o precisar el tipo de vehículos dentro del alcance de esta normativa, se entiende por entidades de capital riesgo (ECR) aquellas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial cuyo fin mercantil es generar ganancias o rendimientos para los inversores y cuyo objeto principal

consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). No obstante lo anterior, también podrán extender su objeto principal a:

- La inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50% por inmuebles, siempre que al menos los inmuebles que representen el 85% del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada estén afectos, ininterrumpidamente durante el tiempo de tenencia de los valores, al desarrollo de una actividad económica en los términos previstos en la 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.
- La toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la OCDE, siempre y cuando tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación.
- La inversión en otras ECR conforme a lo previsto en la Ley 35/2006, de 28 de noviembre.

En este contexto, los factores comunes en este tipo de entidades son:

- Que las desinversiones se produzcan de forma simultánea para todos los inversores o partícipes, y
- que lo percibido por cada inversor o partícipe lo sea en función de los derechos que correspondan a cada uno de ellos, de acuerdo con los términos establecidos en sus estatutos o reglamentos para cada clase de acciones o participaciones.

Asimismo, la regulación también contiene la definición, descripción y categorización de los principales participantes en el capital privado, dentro del alcance de la normativa:

- SGEIC, sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado, son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administra-

ción y gestión de fondos de capital riesgo y de activos de sociedades de capital riesgo. Como actividad complementaria, podrán realizar tareas de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación. El capital social mínimo inicial será de 300.506,05 de euros, íntegramente desembolsado. Las acciones representativas del capital social podrán representarse mediante títulos nominativos o mediante anotaciones en cuenta.

- ▶ FCR, fondos de capital-riesgo son patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo. Sus actividades, principal y complementarias, son las previstas, con carácter general, para las entidades de capital riesgo definidas en los artículos 9 y 10 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre y corresponde a la sociedad gestora su realización. El patrimonio comprometido mínimo de los FCR, en el momento de su constitución, será de 1.650.000 de euros.
- ▶ SCR, sociedades de capital riesgo, son entidades de capital riesgo que revisten la forma de sociedades anónimas. El capital social suscrito mínimo será de 1.200.000 de euros (900.000 de euros en el caso de las ECR-PYME), debiéndose desembolsar en el momento de su constitución, al menos, el 50% y el resto, en una o varias veces, dentro del plazo de tres años desde la constitución de la sociedad.
- ▶ ECR-PYME, estas entidades pueden invertir un 70% de su patrimonio en participaciones de pymes, participando en su gestión y haciendo labores de asesoramiento. Este tipo de entidades gozarán de un régimen financiero más flexible, pudiendo hacer un mayor uso tanto de préstamos participativos, como de deuda para proveer de financiación a estas pymes. Su regulación pretende impulsar el sector de capital riesgo orientado a las etapas tempranas de desarrollo de las empresas, que ha tenido un crecimiento menor y ofrecer a este tipo de empresas una alternativa eficaz a la financiación bancaria.

La normativa también hace referencia a otro tipo de vehículos considerados como entidades de inversión de tipo cerrado como son los fondos de capital riesgo europeos (EuVECA - FCRE) y los fondos de emprendimiento social europeo (EuSEF – FESE).

- EuVECA-FCRE, fondos de capital riesgo europeos, en relación con su comercialización en la Unión Europea se les aplicarán las normas conte-

nidas en el Reglamento 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos.

- EuSEF-FESE fondos de emprendimiento social europeos, en relación con su comercialización en la Unión Europea se les aplicarán las normas contenidas en el Reglamento (UE) 346/2013, de 17 de abril de 2013, del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos de emprendimiento social europeos.

A lo largo del presente artículo, nos centraremos en las particularidades del capital privado instrumentado mediante las denominadas como entidades de capital riesgo (ECR), ya sea en su modalidad de fondo (FCR) o sociedad (SCR). Este tipo de vehículo, bajo determinadas premisas en base a la normativa en vigor, contará con una entidad depositaria.

Tras la entrada en vigor de la Ley 22/2014, el 14 de febrero de 2015 expiró el plazo de tres meses del que dispusieron las sociedades gestoras para enviar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores una primera declaración en la que manifestaran haberse adaptado a las exigencias de dicha norma. Entre estas exigencias, además de las contempladas en el capítulo II de Condiciones de Ejercicio de la Actividad, se encontraba la de designar a una entidad depositaria, en aquellos casos en que se cumpliesen determinados supuestos.

En este sentido, la Ley 22/2014, establece en su artículo 50, la obligación de las sociedades gestoras de designar un depositario para las ECR que gestionen, siempre que sus activos bajo gestión superen los umbrales establecidos en el artículo 72.1 o cuando actúen de conformidad con el artículo 72.5 o 72.6:

- Umbrales establecidos en el artículo 72.1:
 - 100 millones de euros, incluidos los activos adquiridos mediante recurso al apalancamiento, o
 - 500 millones de euros, cuando las entidades de inversión que gestionan no estén apalancadas y no tengan derechos de reembolso que puedan ejercerse durante un período de cinco años después de la fecha de inversión inicial.
- Las SGEIC que, según lo indicado en el artículo 72.5, comercialicen ECR a inversores que no sean profesionales (de conformidad con lo previsto en el artículo 75.2).

-
- Las SGEIC cuyos activos bajo gestión sean inferiores a los umbrales anteriores, según lo indicado en el artículo 72.6, podrán someterse voluntariamente, comunicándoselo al efecto a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En este caso podrán beneficiarse de los derechos para gestionar y comercializar entidades de inversión de forma transfronteriza previstos en los artículos 80 y 81. De esta forma se recogió en el ordenamiento español lo estipulado a estos efectos en el Reglamento de ejecución (UE) 477/2013.

Por otra parte, es oportuno reseñar que este Reglamento de ejecución (UE) 477/2013, en su considerando 5º, también establece que todo GFIA (gestor de fondos de inversión alternativa, denominación equivalente a la SGEIC en la Ley 22/2014) autorizado en virtud de la Directiva 2011/61/UE cuyo volumen de activos gestionados descienda posteriormente por debajo de los umbrales establecidos en el artículo 3, apartado 2, de dicha Directiva sigue estando autorizado y sujeto a la aplicación de la Directiva en su integridad, en tanto la autorización no se haya revocado. El descenso por debajo del pertinente umbral de los activos gestionados por un GFIA autorizado no debe originar automáticamente la revocación de la autorización, sino que esta debe tener lugar únicamente si el GFIA lo solicita. Por tanto, las ECR gestionadas que tuvieran depositario tampoco se verían desprovistas del mismo.

No obstante, la Ley 22/2014 incorporó en su disposición adicional tercera supuestos, en sus apartados 5 y 6, bajo los cuales las SGEIC podrían quedar exentas del cumplimiento de la norma:

- Apdo. “5. Las sociedades gestoras que gestionen ECR antes de la entrada en vigor de esta Ley y que no efectúen nuevas inversiones después de la entrada en vigor de esta Ley, podrán seguir gestionando tales ECR sin necesidad de adaptarse a las exigencias de esta Ley, para lo que habrán de presentar declaración al efecto”.
- Apdo. “6. Las sociedades gestoras, en la medida en que gestionen ECR cuyo plazo de suscripción para inversores haya expirado antes de la entrada en vigor de esta Ley y estén constituidos por un plazo que expire como muy tarde el 22 de julio de 2016, podrán continuar gestionando tales ECR sin necesidad de cumplir con lo dispuesto en esta Ley”.

Pero volviendo a los requisitos que hacen necesaria la participación del depositario, resulta de especial interés el de la comercialización de las ECR a clientes no profesionales. En este sentido, la Ley 22/2014, en su artículo 75.2, establece las condiciones que deben reunir para ello:

- “a) Que tales inversores se comprometan a invertir como mínimo 100.000 euros, y”
- “b) que tales inversores declaren por escrito, en un documento distinto del contrato relativo al compromiso de inversión, que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso previsto.”

III. IMPLICACIONES NORMATIVAS Y OPERATIVAS. LAS FUNCIONES DEL DEPOSITARIO

1. Las funciones del depositario

El depositario de una ECR, tal y como menciona el artículo 50 de la Ley 22/2014, está sometido al régimen jurídico y de responsabilidad previsto en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y su normativa de desarrollo, siéndole consecuentemente de aplicación la Circular 4/2016, de 29 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las funciones de los depositarios de instituciones de inversión colectiva y entidades reguladas por la 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.

En todo caso, a los depositarios de ECR, además de las funciones y obligaciones propias de un depositario de IICs les corresponderá,

- En relación con las funciones de “depósito, administración de activos y control de efectivo” tener en consideración las especificidades relativas a los plazos para la conciliación de los activos custodiados –norma novena de la Circular 4/2016– y
- Respecto de la función de vigilancia y supervisión, las previstas en la norma duodécima de la Circular 4/2016, entre las que destacan:
 - Respecto a las suscripciones y reembolsos, asegurar que la gestora tiene procedimientos adecuados, poniendo especial atención a las previsiones establecidas en los documentos de constitución de las entidades respecto a las llamadas de capital.

-
- Respecto a la vigilancia y supervisión del cálculo del valor liquidativo, las obligaciones serán las siguientes:
 - Articular un sistema de control que le permita verificar que los procedimientos de valoración de la gestora, son apropiados y suficientes y cumplen con lo estipulado en su correspondiente documento de constitución.
 - Verificar que los procedimientos están efectivamente implantados y son revisados periódicamente (al menos con carácter anual) por la entidad.
 - Verificar la valoración del patrimonio y posterior cálculo del valor liquidativo de las participaciones de la entidad, realizado por la gestora, a efectos de determinar la razonabilidad de la valoración.
 - Respecto a la comprobación del cumplimiento de coeficientes, criterios y límites que establezca la normativa y los documentos de constitución de las entidades, verificar, anualmente, que las operaciones realizadas sobre activos por la entidad cumplen con el régimen de inversión legalmente definido, que los activos sean coherentes con las estrategias de inversión, y cerciorarse de que no incumplan las restricciones de inversión que le sean aplicables, en su caso.
 - Respecto a la remisión de un informe periódico sobre el cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión y la comunicación de anomalías de especial relevancia, elaborar, anualmente, un informe sobre el cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión, para cada gestora de cuyas entidades sea depositario. Sin perjuicio del deber de acreditar ante la CNMV el resultado de las labores de supervisión, vigilancia, depósito y custodia, el depositario asimismo deberá informar sin tardanza y por escrito a la CNMV de cualquier anomalía que detecte en sus funciones.

En relación al régimen de responsabilidad del depositario procede realizar una distinción, en base a la tipología de función que dé lugar a la responsabilidad:

- En caso de pérdida de un instrumento financiero custodiado tanto por el propio depositario, como por un tercero al que este haya delegado la función de custodia, el depositario deberá restituir un instrumento financiero de idénticas características, o la cuantía equivalente corres-

pondiente. Solo resultará exento de responsabilidad si demuestra que la pérdida se debe a “un acontecimiento externo que escape a un control razonable, cuyas consecuencias hubieran sido inevitables pese a todos los esfuerzos razonables por evitarlas”.

- En relación con las obligaciones de medios, es decir, las funciones propias de supervisión, la responsabilidad del depositario se producirá en caso de que no haya cumplido diligentemente con las obligaciones derivadas de las funciones propias del Depositario.

2. Implicaciones operativas

Una vez enmarcadas las funciones del depositario, a continuación se abordan las implicaciones operativas, tanto para gestoras como depositarios, derivadas de la irrupción de este nuevo participante en el capital privado. Entre ellas, trajo consigo la inevitable revisión por parte de las gestoras de sus procedimientos operativos, y la consiguiente adecuación de cada uno de los procesos llevados a cabo sin la intervención del depositario, a un nuevo escenario donde la entidad depositaria asume funciones diversas, en el marco de los dos grandes grupos de funciones mencionados con anterioridad:

- (i) Vigilancia y supervisión de las actuaciones de la gestora.
- (ii) Depósito, administración de activos y control del efectivo.

A continuación se concretan los diferentes ámbitos de actividad de la entidad depositaria, junto con la orientación y alcance de la interacción con las gestoras.

2.1. Vigilancia y supervisión de las actuaciones de la gestora

Procedimientos

Dentro de las obligaciones que corresponden al depositario se incluye la verificación de la adecuación de los procedimientos de la gestora. En particular en lo referente a la comercialización y a los procedimientos, criterios y fórmulas utilizados para el cálculo del valor liquidativo.

Esta verificación se debe efectuar una vez al año, siempre que se produzcan modificaciones normativas que afecten a la obligación de llevar a cabo el cálculo del valor liquidativo, o modificaciones en la política de inversión de la ECR.

Contraste de la valoración de activos

El depositario debe verificar la valoración del patrimonio y posterior cálculo del valor liquidativo de las participaciones o, en su caso, de las acciones de la entidad, realizado por la gestora, a efectos de determinar la razonabilidad de la valoración. Estas verificaciones se realizan con una periodicidad anual. El depositario, en el procedimiento podrá aplicar los siguientes criterios:

- Las transacciones entre las partes interesadas e independientes que se hayan realizado, en su defecto,
- El valor teórico contable ajustado y corregido por las plusvalías y minusvalías tácitas existentes, o
- Los parámetros utilizados en cualquier otro método y técnica de valoración de general aceptación siempre que resulten adecuados a la naturaleza del activo.

La periodicidad de estas verificaciones será anual.

A efectos de la valoración de los activos, la normativa a la que están sujetas las ECR, la Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital-riesgo, señala lo siguiente:

“...Otro aspecto que merece ser destacado de la presente Circular es la concreción de los métodos de determinación del valor razonable, en especial para los instrumentos de patrimonio no cotizados, que en principio van a constituir las inversiones más características de las entidades de capital-riesgo. En este sentido, hay que tener en cuenta que estos instrumentos en general van a carecer de un mercado activo, sin embargo se considera que a efectos de determinar su valor razonable se deben tener en cuenta las transacciones entre partes interesadas e independientes que se hayan realizado. En defecto de las mismas, se considera como representativo del valor razonable de estas inversiones, salvo mejor evidencia, al valor teórico contable ajustado y corregido por las plusvalías y minusvalías tácitas existentes, a menos que existan otros métodos y técnicas que arrojen valores más representativos.

En el caso particular de las inversiones en capital-inicio o semilla, debido a que las técnicas de valoración mencionadas no van a resultar

adecuadas, dada la idiosincrasia de estas inversiones, para calcular el valor razonable o bien éste no va a poder determinarse con fiabilidad, se hace uso de lo dispuesto en el Plan General de Contabilidad en relación a valorarlas a su coste...”

En relación con esta función, las entidades depositarias deben tener presente, en aquellos casos en que sea desarrollada internamente, aspectos relacionados con la estructura organizativa, el conocimiento especializado y la experiencia del capital humano, los medios técnicos y el enfoque metodológico. En su defecto, las entidades deben afrontar la contratación de los servicios de valoradores externos.

Supervisión del cálculo del valor liquidativo

El depositario debe articular un sistema de control que le permita verificar que los procedimientos específicos de valoración con los que cuenta la gestora, son apropiados y suficientes y cumplen con lo estipulado en su correspondiente documento de constitución.

Asimismo, debe asegurarse de la efectiva implantación de estos procedimientos y de su revisión periódica por la entidad. El detalle de este sistema de control y la periodicidad de los controles se recoge en el manual de procedimientos internos. Esta periodicidad será, al menos, anual y tendrá lugar siempre que se produzcan modificaciones normativas que afecten a la obligación de llevar a cabo el cálculo del valor liquidativo o modificaciones en la estrategia de inversión de la entidad que supongan, a su vez, cambios en los procedimientos.

Coeficientes, límites y activos aptos

Respecto a la comprobación del cumplimiento de coeficientes, criterios y límites que establezca la normativa y los documentos de constitución de las entidades, el depositario verifica, anualmente, que las operaciones realizadas sobre activos por la entidad cumplen con el régimen de inversión definido en el título I de la Ley 22/2014, que los activos sean coherentes con las estrategias de inversión, según se describen en los documentos de constitución de la entidad, y cerciorarse de que no incumplan las restricciones de inversión que le sean aplicables, en su caso. Todo ello sin perjuicio de las comprobaciones y verificaciones de aquellos coeficientes cuyo cumplimiento se exija en el momento de la adquisición. A título enunciativo, las principales limitaciones son:

- (i) Capital/patrimonio comprometido mínimo en momento constitución (SCR: 1,2M / FCR: 1,65M).

-
- (ii) Coeficiente obligatorio de inversión de las ECR (60%).
 - (iii) Inversión en otras ECR (100%).
 - (iv) Coeficiente de libre disposición (40%).
 - (v) Limitaciones de grupo y diversificación de las inversiones:
 - a. 25% s/ activo computable en misma empresa.
 - b. 35% s/ activo computable en mismo grupo.
 - (vi) Capital/patrimonio comprometido mínimo en momento constitución ECR-PYME (SCR-PYME: 0,9M / FCR-PYME: 1,65M).
 - (vii) Coeficiente obligatorio de inversión de las ECR-PYME (75%).
 - (viii) Coeficiente de libre disposición de las ECR-PYME (25%).
 - (ix) Limitaciones de grupo y diversificación de las inversiones de las ECR-PYME.
 - a. 40% s/ activo computable en misma empresa.
 - b. 40% s/ activo computable en mismo grupo.

Operativa de partícipes

Respecto a las suscripciones y reembolsos, el depositario debe asegurar que la gestora tiene procedimientos adecuados, poniendo especial atención a las previsiones establecidas en los documentos de constitución de las entidades respecto a las llamadas de capital. Esta comprobación se realiza tanto en el momento inicial, como cada vez que se produzca una modificación.

Por regla general, a estos efectos se consideran los siguientes niveles de intervención y supervisión:

- Instrumentación operativa: los movimientos de efectivo vinculados a las suscripciones y reembolsos se realizan en las cuentas bajo titularidad de la ECR, en el depositario. En el caso de los reembolsos el depositario sigue las instrucciones de la gestora.

- Supervisión: revisión del procedimiento de la gestora al inicio y en caso de modificaciones, con especial atención a las llamadas de capital.

Pago dividendos de las acciones y beneficios de las participaciones

Respecto a los pagos de dividendos de las acciones y los beneficios de las participaciones en circulación, con el fin de hacer efectiva esta obligación, el depositario debe asegurar que los pagos ordenados por la gestora son conformes a lo declarado en el folleto de la ECR y al resto de la normativa aplicable. En el caso de que los auditores hayan expresado algún tipo de opinión o salvedad en los informes anuales de la ECR, el depositario debe asegurarse de recibir información de la gestora y de que esta toma las medidas apropiadas.

Información remitida a la CNMV

Respecto a la revisión de la información y documentación remitida a la CNMV:

- Los depositarios deben recibir los estados reservados (anuales) de las ECR, al menos quince días antes de que deban remitirse a la CNMV, con el objeto de llevar a cabo las comprobaciones oportunas sobre la conciliación de las posiciones de la ECR.
- En relación con el folleto informativo, el depositario debe contrastar con carácter previo a la remisión de esta información por la sociedad gestora, a la CNMV, la exactitud, calidad y suficiencia de la misma.
- En relación con la información pública periódica, la función de los depositarios sobre el contraste de la exactitud, calidad y suficiencia de dicha información, con carácter previo a la remisión a la CNMV por la gestora, alcanza a la conciliación de la cartera de inversiones y tesorería con la información de los registros internos del depositario. Con carácter *ex post*, el depositario establece un procedimiento muestral del número de ECR sobre los que realiza, con una periodicidad anual, una revisión del contenido de la información pública periódica.

Informe de supervisión anual y anomalías de especial relevancia

- Respecto a la remisión de un informe periódico sobre el cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión y la comunicación de anomalías de especial relevancia, el depositario, con carácter anual antes del último día natural del mes de junio de cada año, elaboran un informe sobre el

cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión, para cada gestora de cuyas ECR sean entidad depositaria a la fecha de referencia del informe correspondiente.

El informe contendrá información para cada ECR depositada, de acuerdo con los controles establecidos en el manual de procedimientos del depositario, de las incidencias en la valoración del patrimonio o en el cálculo del valor liquidativo, diferencias en conciliaciones de activos y efectivo, incumplimientos de coeficientes, criterios y límites legales, así como, cualquier otra incidencia que hayan detectado como consecuencia de sus funciones de vigilancia, incorporando, en su caso, las observaciones que la gestora hubiera podido realizar como consecuencia de la comunicación de la incidencia por parte del depositario.

El depositario debe estar en disposición de acreditar ante la CNMV, en todo momento, el resultado de sus labores de supervisión, vigilancia, depósito y custodia. Dicha acreditación deberá conservarse durante un plazo mínimo de cinco años.

- En cualquier caso, el depositario debe informar sin tardanza y por escrito a la CNMV de cualquier anomalía que revista una especial relevancia, que detecte durante el desarrollo de sus funciones de supervisión y vigilancia.

2.2. Depósito, administración de activos y control del efectivo

Función de custodia

La función de custodia, aplicará a los activos subyacentes custodiables. En este contexto, el depositario debe al menos:

- Registrar los activos financieros custodiados en cuentas separadas y abiertas a nombre de la ECR en los libros del depositario, de modo que se puedan identificar claramente como pertenecientes a la ECR.
- Realizar conciliaciones periódicas con los subcustodiados, que al menos serán semanales.
- Implementar, junto a la gestora, los mecanismos y procedimientos adecuados para garantizar que, en ningún caso, la disposición de los activos se hace sin su consentimiento y autorización, de manera que se pueda verificar la propiedad de la ECR sobre los activos custodiados.

Función de registro de activos no custodiados

Respecto a la función de registro de activos no custodiados, el depositario debe, al menos:

- Establecer, junto a la gestora los mecanismos y procedimientos adecuados para garantizar su intervención y control en los procesos de contratación que promueva la ECR, de manera que se pueda verificar que la propiedad de los activos corresponde, en todo momento a la ECR.
- Asegurarse que los terceros les proporcionen certificados u otras pruebas documentales como mínimo una vez al mes y cada vez que haya una compra venta de activos o exista cualquier hecho que afecte a la propiedad de los activos. No obstante, en el caso de bienes inmuebles, activos objeto de inversión de las ECR u otros activos de naturaleza similar, esta periodicidad podrá ser anual.
- Llevar un registro actualizado de los activos no custodiables.

Función de administración de activos

Respecto a la función de administración de activos, el depositario:

- Debe realizar el cobro de los correspondientes rendimientos de los activos en depósito, para lo que en los casos en que sea necesario, se contará con el concurso de la gestora.
- Debe llevar a cabo la liquidación de las operaciones sobre instrumentos financieros.
- Cuando la ECR invierta en activos no negociados en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación, el depositario cumplirá las instrucciones de liquidación remitidas por la gestora.
- Vela por que las liquidaciones de valores y de efectivo se efectúen en el plazo que determinen las reglas de liquidación que rijan en los correspondientes mercados.

Función de control del efectivo

Respecto a la función de control del efectivo:

- El depositario es el único autorizado para disponer de los saldos de las cuentas de efectivo de la ECR, siguiendo las instrucciones de la gestora.

-
- Debe establecer un procedimiento de formalización de apertura de cuentas de efectivo en terceras entidades que determine de manera explícita, entre otros aspectos, la identificación de la persona con poderes suficientes que representa al depositario.
 - Realiza conciliaciones periódicas de los flujos de tesorería en terceras entidades.

IV. APORTACIÓN DE VALOR A LA INDUSTRIA DEL CAPITAL PRIVADO EN ESPAÑA

Una vez expuestas las principales implicaciones para el capital privado derivadas del marco normativo actual, en particular a lo referente a la participación y las obligaciones del depositario, resulta conveniente compartir también aquellos aspectos que aportan valor a la industria.

En este sentido, con la incorporación del depositario a las actividades del capital privado, se fortalece el sistema en su conjunto. La intervención junto a la gestora, en determinadas operativas que previamente eran realizadas en solitario por la gestora, y la supervisión llevada a cabo sobre la actividad de las gestoras, deben sin duda revertir en mayor confianza y seguridad para los inversores.

Por otra parte, a la hora de implementar las nuevas obligaciones para gestoras y depositarios derivadas de la Ley 22/2014, contar con entidades especialistas, que tengan el conocimiento, la experiencia, y sean referencia en la depositaria de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones, está ayudando a las gestoras a realizar una transición suave a este nuevo modelo. Como ya mencionábamos en la introducción, en este proceso, el depositario está llamado a colaborar con las gestoras, aportando valor y buscando siempre el equilibrio entre la protección del inversor, la salvaguarda de las responsabilidades de las entidades, y la eficiencia operativa de todos los participantes. La manera en la que el depositario cumple las funciones que tiene asignadas impacta directamente en la gestora, en la eficiencia del modelo operativo y en la reducción del riesgo operacional. Su capacidad de especialización y de trasladar los beneficios de las economías de escala derivadas del tamaño, son factores que tienen un efecto directo en la gestión y, por tanto, en el partícipe.

El disponer de una entidad depositaria, y la confianza que esta merezca, está llamada a ser un nueva variable observada por los inversores institucionales a la hora de seleccionar los fondos o sociedades de capital riesgo. En especial, por aquellos vehículos inversores que ya tienen un depositario, como es el caso

de los fondos de pensiones, uno de los principales inversores en las ECR españolas. Por tanto, la categoría y el prestigio de la Entidad Depositaria supondrán un factor diferencial en el proceso de *fundraising*. En último término, los beneficiarios de que una ECR tenga un depositario de calidad, independiente, solvente y con prestigio, son tanto los partícipes como las propias gestoras, y repercute directamente en la protección y calidad de la inversión.

Pero tampoco debemos olvidar que cuando la gestora incorpora un depositario, ayuda a ampliar la base de inversores y, por tanto, se está contribuyendo al desarrollo del negocio. En primer lugar, mediante el acceso al pasaporte del producto, habilitando la comercialización transfronteriza en la Unión Europea. Y en segundo lugar, permitiendo la comercialización de la ECR a clientes no profesionales. Aquellas gestoras que cuenten con un depositario podrán complementar su propuesta de valor a los inversores, tanto institucionales como no profesionales, con la imagen y las cualidades de sus entidades depositarias, como puede ser la presencia o el volumen depositado, la solvencia, la independencia, o el disponer de certificaciones de calidad reconocidas en los servicios que soportan la operativa de la ECR.

V. CONCLUSIONES

Para concluir, durante el último trienio, hemos vivido un reto para la industria del capital privado en España, cuyo éxito ha dependido, entre otros factores, de la decisión de las sociedades gestoras sobre si incorporaban a un depositario, y en caso de hacerlo, en cuál confiaban. En este último caso, aquellas gestoras que han seleccionado un depositario de calidad y de primer orden, han considerado este cambio como algo positivo que les ha aportado mayor agilidad en la gestión de los procesos y un mayor control de la actividad. En cambio, aquellas gestoras que han tomado sus decisiones sin considerar la especialización y calidad del depositario, no han tenido la misma percepción.

Aquellas gestoras que acometieron de forma temprana esta transición, una vez cuentan con una mayor perspectiva, se encuentran en el momento propicio para evaluar su experiencia con los depositarios designados. En este proceso es importante y saludable comparar sus depositarios con la competencia, considerando aspectos como son la independencia, la especialización, la experiencia, y el compromiso con el desarrollo del capital privado en España.

Por todo lo anterior, y a modo de cierre, confiamos en que de forma progresiva en los próximos años, se extienda y acelere la tendencia entre las gestoras de capital privado, de contar voluntariamente con un depositario. Fundamen-

talmente, con el propósito de beneficiarse de la mayor capilaridad en el proceso de captación de recursos mediante la incorporación de inversores no profesionales, de la ventaja competitiva que supone contar con un depositario como nueva variable incorporada en la matriz de decisión del inversor institucional y en particular de los FP que ya gozan de la participación de un depositario, así como de la comercialización transfronteriza de las ECR gestionadas.

VI. REFERENCIAS NORMATIVAS

- Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.
- Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital-riesgo.
- 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) n° 1060/2009 y (UE) n° 1095/2010.
- Reglamento (UE) 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión.
- Reglamento (UE) 345/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital-riesgo europeos.
- Reglamento (UE) 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos.
- Reglamento de ejecución (UE) 447/2013 de la Comisión de 15 de mayo de 2013 por el que se establece el procedimiento aplicable a los GFIA que opten por acogerse a la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.
- 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.

- Reglamento delegado (UE) 694/2014 de la Comisión de 17 de diciembre de 2013 por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que determinan los tipos de gestores de fondos de inversión alternativos.
- Circular 4/2015, de 28 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo, y la Circular 11/2008, de 30 de diciembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Entidades de Capital-Riesgo.
- Real Decreto 83/2015, de 13 de febrero, por el que se modifica el Real Decreto 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.
- Circular 4/2016, de 29 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las funciones de los depositarios de instituciones de inversión colectiva y entidades reguladas por la 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.