La segregación de los acTivos en la cadena de custodia como medida de protección de los clientes de fondos de inversión. Octubre 2016.

La **Directiva 2011/61/UE relativa a los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos** (en adelante, DGFIA) y, más recientemente, la **Directiva 2014/91/UE (conocida como Directiva UCITS V)** que modifica la Directiva 2009/65/CE sobre Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICMV) y regula las funciones de depositario, las políticas de remuneración y las sanciones, **recogen la obligación de segregación de los depositarios de fondos**, que consiste en que los activos de los fondos deben consignarse en cuentas separadas abiertas en el depositario a nombre de cada uno de los Fondos de Inversión Alternativos (en adelante, FIA) o de los Organismos de inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (en adelante, OICVM).

Por otro lado, la regulación **permite la delegación por el depositario de la función de custodia** en un tercero *(primer nivel)* y de éste en otro tercero *(segundo nivel)* sujeta a una serie de requisitos, entre ellos, que se consignen de forma separada los activos de los clientes del depositario, de modo que se puedan identificar claramente, en todo momento, como pertenecientes a los clientes de un depositario concreto. La delegación o subdelegación de funciones no afectará a la responsabilidad del depositario. La Directiva UCITS V, además, concreta las obligaciones del depositario en relación a la protección de los activos de los OCIVM en caso de insolvencia cuando se delegan las funciones de custodia.

La **cuestión clave** en la que está trabajando ESMA es **encontrar la forma concreta de cumplir con la obligación de segregación** -como medida de protección de los activos de los clientes de los fondos- **en la cadena de custodia**, es decir, cuando el depositario delega la custodia de los activos (FIA y OICMV) en un tercero sub depositario delegado y cuando éste último, a su vez, los delega en otro tercero sub delegado.

ESMA publicó, a finales de 2014, un **documento a consulta sobre los requisitos para la segregación de activos en la DGFIA**, con el objetivo de publicar unas posibles directrices relativas a los requisitos de segregación de activos en el caso de que el depositario de un FIA hubiera delegado las funciones de custodia de los activos en un tercero. El *considerando 40* de la DGFIA señala que un tercero en quien se delegue la función de depósito de los activos debe poder llevar una cuenta separada común para múltiples FIA, lo que se conoce como *"cuenta ómnibus"*.

ESMA consideraba que esta cuenta sólo podía comprender activos del FIA cuya custodia se ha delegado en el tercero y activos de otros FIA, pero no activos de otras Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, IIC). Sin embargo, existían dudas sobre si los activos que se podían mantener en dicha cuenta eran sólo aquellos que proceden del mismo depositario o si, por el contrario, la cuenta podía tener activos de FIA procedentes de diferentes depositarios que hubieran delegado todos ellos en el tercero la custodia de los activos. ESMA propuso dos opciones alternativas: opción 1) la cuenta sólo puede comprender activos de ese FIA y de otros FIA del mismo depositario que ha delegado en el tercero, de forma que los activos de los FIA de otros depositarios serían considerados como activos de "otros clientes"; y opción 2) la cuenta puede comprender activos de otros FIA del mismo depositario y de otro depositario distinto que haya delegado en el tercero. La mayoría de las respuestas recibidas rechazaban las dos opciones de ESMA y, mayoritariamente, manifestaban su preferencia por alguna de las 5 opciones que contenía el análisis coste-beneficio que acompañaba a la consulta.

La **publicación de la Directiva UCITS V** dio un nuevo impulso a esta cuestión al introducir, como hemos visto, requisitos de segregación de activos para los OICVM en línea con la Directiva de GFIA convirtiendo el régimen de segregación de activos en una cuestión horizontal relevante para todos los los tipos de fondos, FIA y OICVM. El considerando 22 de la Directiva menciona expresamente el término "cuentas «ómnibus»" señalando que un tercero en quien se delegue la función de depósito de los activos debe poder llevar una cuenta «ómnibus», como cuenta separada común para múltiples OICVM.

A la vista del rechazo al documento a consulta sobre la DGFIA y a la publicación de la Directiva UCITS V, ESMA publicó recientemente una **solicitud de información dirigida a la industria de los todos los fondos de inversión (FIA y OICVM) sobre la segregación de activos de los clientes y los servicios de custodia en los supuestos de delegación de la custodia de activos en un tercero**. ESMA pretende que el régimen de segregación cumpla el doble objetivo de que: i) los activos sean claramente identificables como pertenecientes al FIA/OICVM; y ii) los inversores reciban una protección adecuada y robusta, evitando que la propiedad de los activos pueda ser cuestionada en caso de insolvencia de cualquiera de las entidades de la cadena de custodia.

Para ello, quiere conocer la opinión de la industria sobre los distintos modelos de segregación de activos actualmente en uso (incluyendo el uso de cuentas ómnibus y de los distintos niveles de cuentas), cuál es la protección de los inversores en los casos de insolvencia, y cuál sería el régimen óptimo para lograr un alto nivel de protección de los inversores sin imponer mayores costes o requisitos innecesarios. A este efecto, ESMA recupera las cinco opciones del análisis coste-beneficio que acompañaba al documento a consulta previo:

- *Opción 1*: El tercero sub depositario delegado (y el subdelegado si se designase) tendrán cuentas separadas para los activos de los FIA y OICVM, por un lado, y para activos de "otros clientes" ("otros activos"), por otro, y deben tener cuentas separadas para los activos de FIA y OICVM de cada depositario.

- *Opción 2*: El tercero sub depositario delegado (y el subdelegado si se designase) tendrán cuentas separadas para activos de los FIA y OICVM por un lado y para "otros activos" por otro, pero sería posible combinar activos de los FIA y OICVM de distintos depositarios en una cuenta única.

- *Opción 3*: El tercero sub depositario delegado (y el subdelegado si se designase) podrán tener una única cuenta para los activos de FIA y OICVM y "otros activos" del mismo depositario, pero no podría incluir en esa cuenta activos de diferentes depositarios.

- *Opción 4*: El tercero sub depositario delegado podrá tener una única cuenta para activos de FIA y OICVM, "otros activos" del mismo depositario y activos de diferentes depositarios. Si se designase un subdelegado, éste podrá tener en esa única cuenta, además, activos de otros clientes del tercero sub depositario delegado sin que se pueda incluir en esta cuenta los activos propiedad del depositario o del delegado.

- *Opción 5*: El tercero sub depositario delegado y el sub delegado deben segregar fondo a fondo (FIA/OICVM).

Por último, el **Reglamento 909/2014, sobre Depositarios Centrales de Valores** (en adelante, DCV) señala que los DCV ofrecerán a sus participantes la posibilidad de elegir entre la segregación en cuentas globales de clientes y la segregación individualizada por clientes, cuando así lo solicitara el participante. A su vez, el participante ofrecerá a sus clientes, al menos, la posibilidad de elegir entre ambas opciones. ESMA pregunta acerca de la aplicación a la cadena de custodia de los fondos de un régimen similar al descrito para los DCV.

ESMA tendrá en cuenta las respuestas que se reciban y espera emitir un informe definitivo a finales de 2016.

Enlaces de interés:

Solicitud de información de ESMA sobre la segregación de activos y servicios de custodia (15/7/2016).

Documento a consulta de ESMA sobre las Directrices acerca de la segregación de activos en la Directiva de Gestoras de Fondos de Inversión Alternativos (DGFIA) (1/12/2014).

Directiva 2011/61 relativa a los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (DGFIA).

Reglamento Delegado 231/2013 que complementa la DGFIA en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión.

Directiva 2014/91/UE (conocida como Directiva UCITS V) que modifica la Directiva 2009/65/CE sobre Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICMV) y regula las funciones de depositario, las políticas de remuneración y las sanciones.

Reglamento 2016/438 que complementa la directiva OICMV con respecto a las obligaciones del depositario.

Documento a consulta de ESMA sobre el asesoramiento técnico a la Comisión Europea en relación con los actos delegados de desarrollo de la Directiva UCITS V (29/9/2014).