# NOTAS SOBRE EL NUEVO REGLAMENTO DE LA LEY DE INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA

Sebastián ALBELLA Juan Antonio MAYORGA

#### I. INTRODUCCION

Aunque las más importantes de las reciente innovaciones en el régimen de las instituciones de inversión colectiva (IIC), aspectos tributarios aparte, han sido introducidas por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), ha de ser subrayada la gran relevancia de muchas de las decisiones que incorpora el nuevo Reglamento de la Ley reguladora de aquéllas, aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre. En las páginas que siguen se comentan algunas novedades del nuevo Reglamento que se consideran especialmente significativas. Ha de advertirse, sin embargo, que la selección no deja de ser un tanto arbitraria: aunque son todas las que están, no están todas las que son.

## II. REGIMEN BURSATIL DE LAS INSTITUCIO-NES DE INVERSION COLECTIVA

El nuevo Reglamento introduce interesantes novedades en lo que puede denominarse el régimen bursátil de las instituciones de inversión colectiva. Para su exposición se hará referencia, separadamente, a tres aspectos: el régimen de admisión a negociación en las bolsas de valores de las acciones de las sociedades de inversión mobiliaria (SIM), los efectos de la baja de éstas en el registro administrativo correspondiente y el nuevo enfoque de la relación de los fondos de inversión con las bolsas.

 Régimen de admisión a negociación en Bolsa de las acciones de las sociedades de inversión mobiliaria

En este punto, la novedad más significativa es, sin duda, la supresión de la denominada «admisión

provisional» contemplada en el artículo 13 del reglamento anterior. De acuerdo con éste, a solicitud de la SIM afectada, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera debía comunicar la inscripción en el registro administrativo a la junta o juntas sindicales correspondientes que, de inmediato, admitían sus acciones provisionales a cotización, desapareciendo esta provisionalidad si la sociedad completaba el expediente ordinario de admisión en el plazo de un año.

En la base de la eliminación de esa figura ha de verse, sin duda, tanto la circunstancia de que no casara bien con el precepto que la Ley del Mercado de Valores (LMV) dedica a la admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales (su artículo 32) como el hecho de que la integración del expediente de admisión en estos casos ha de resultar, en general, bastante sencilla.

En el momento de la aprobación del nuevo reglamento, la supresión no tenía trascendencia fiscal, dado que el artículo 34.2 de la Ley de IIC, en su párrafo 2.º, disponía la aplicación a las SIM de nueva creación del régimen fiscal especial «condicionadamente a que en el plazo de dos años, contados desde su inscripción en el Registro especial, sean admitidos a cotización oficial en Bolsa los títulos representativos de su capital», con independencia de que hubiera habido o no admisión provisional. Sin embargo, este párrafo ha sido suprimido en la nueva redacción del citado artículo 34 contenida en la Ley 31/1990, de 27 de diciembre. de Presupuestos Generales del Estado para 1991. Con ello, de haber sido mantenida la admisión provisional en el Reglamento, podría haberse defendido con fundamento la aplicabilidad del régimen fiscal especial desde que tal admisión provisional se hubiera producido. Sin embargo, habiendo desaparecido, está claro que tal régimen puede disfrutarse sólo desde que una o varias bolsas, tras

la oportuna verificación de la CNMV, acuerden la admisión a negociación de las correspondientes acciones.

Por lo demás, puede decirse que, como contrapartida de la supresión de la admisión provisional, al redactarse el artículo 13 del nuevo Reglamento se ha tenido presente la conveniencia de agilizar los trámites con objeto de posibilitar que transcurra el menor tiempo posible entre la inscripción de la SIM en los registros administrativos y la admisión de sus acciones a negociación en Bolsa. Así, su número 1 se inspira en la idea de que valga a efectos de la admisión, en general, la documentación presentada para su autorización e inscripción. Como consecuencia de ello, el elemento que verdaderamente diferencia uno y otro expediente acaba por ser la acreditación de la difusión suficiente del accionariado. Igualmente, el número 3 de dicho artículo contempla la posibilidad de tramitación anticipada del expediente de admisión, admitiendo incluso que la verificación por la CNMV de que concurren los requisitos precisos al efecto y los acuerdos de admisión de la Bolsa o bolsas correspondientes se dicten antes de la inscripción de la SIM en el registro administrativo, en cuyo caso tales resoluciones han de quedar sujetas a la condición suspensiva de que se produzca esta inscripción. Este mecanismo presenta especial interés en el caso de las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV), que sólo pueden funcionar como tales, comprando o vendiendo sus acciones, en la medida en que estén admitidas a negociación en Bolsa (art. 32.5 del Reglamento).

#### Efectos de la baja del registro de las sociedades de inversión mobiliaria

Del nuevo número 4 del artículo 13 del Reglamento resulta que la baja de una SIM en el registro administrativo determina que quede sin efecto la admisión a negociación de sus acciones «sin perjuicio de que ésta pueda presentar nueva solicitud de admisión, con arreglo a las normas generales». Queda consagrado así un supuesto de exclusión ex lege de la negociación sin parangón en nuestras normas. Sin duda, esta solución, que no es ajena a la conveniencia de dificultar prácticas fraudulentas (de elusión de los requisitos y trámites normales de admisión), responde a la consideración de que, al fin y al cabo, la vía de acceso a la negociación bursátil de las SIM es una vía «privilegiada» tanto por lo va expuesto como por no exigirse ningún requisito de los usualmente requeridos (así, el de un mínimo de beneficio durante los últimos años -artículo 32.1.c del Reglamento de Bolsas).

## 3. Los fondos de inversión y la Bolsa

El mecanismo suscripción-reembolso convierte en una posibilidad más teórica que real la existencia de un mercado secundario de participaciones en fondos de inversión. De esta consideración se ha partido cuando se ha suprimido la referencia que contenía el artículo 13 del anterior reglamento a la admisión a negociación en Bolsa de estas participaciones. La circunstancia de que el Reglamento haya dejado de contemplar esta hipótesis deja entrever que, si no se veda la posibilidad, al menos se parte de que es altamente improbable. Lo cierto es, sin embargo, que hasta ahora los fondos venían solicitando y obteniendo la admisión a negociación, tras lo cual podían descubrirse dos razones: sobre todo, las dudas en torno a la aplicabilidad del régimen fiscal especial a los fondos no cotizados; en segundo lugar, el deseo de poder presentarse, por razones de prestigio, como entidades cotizadas. Entendemos que ambas han perdido actualmente su virtualidad:

a) En cuanto a la primera, recordemos que las dudas derivaban de la redacción del comienzo del artículo 35 de la Ley de IIC, en el que se declaraba aplicable a los fondos «el régimen establecido en el artículo anterior», siendo así que, si bien en éste sólo se regulaba, para las SIM, un régimen (el especial aplicable a las cotizadas), también se efectuaba una remisión al régimen general del impuesto en el caso de SIM no cotizadas. No obstante, no siendo en absoluto razonable hacer depender de un dato que en la práctica no se produciría (salvo por razones fiscales, al no existir motivo alguno ajeno a éstas) el disfrute del régimen fiscal especial en el impuesto de sociedades, ha de rechazarse que la admisión a negociación sea condición para su aplicación.

La nueva redacción dada al artículo 78.1 del Reglamento lleva a la misma conclusión. En efecto, ahora no puede ofrecer dudas que el precepto pretende dejar claro que por la sola inscripción es de aplicación el régimen fiscal especial (a pesar de que probablemente la intención de sus redactores era la misma, la anterior versión admitía otra interpretación).

Por lo demás, y aunque el ámbito de estas líneas es el nuevo Reglamento, conviene dejar constancia de que, al darse nueva redacción a los artículos 34 y 35 de la Ley de IIC por la Ley 31/1990, se ha dejado pasar la oportunidad de retocar el inicio del artículo 35, lo que haría innecesaria la labor interpretativa (por mucho que ésta acabe conduciendo a conclusiones contundentes, como en este caso).

b) Por lo que se refiere a la segunda razón apuntada (prestigio anejo a la condición de entidad cotizada), el nuevo Reglamento (art. 13.5 y 6) ha consagrado y ampliado la sana práctica -- impropiamente vinculada a su cotización en Bolsa- de publicar en los boletines de cotización el valor liquidativo de los fondos de inversión. Y decimos «ampliado» porque se impone la publicación diaria en dichos boletines no sólo del valor liquidativo, sino también de su patrimonio y del número de partícipes. Con objeto de incentivar el cumplimiento del deber de suministro de la información precisa para que tenga lugar la expresada publicación, se configura ésta, además, como condición para que las participaciones en fondos de inversión puedan ser consideradas «valores cotizados» a los efectos de aquellas disposiciones que regulen regimenes específicos de inversión. Con estas nuevas disposiciones, parece claro que las razones de prestigio que podían entrar en juego para solicitar la admisión de las participaciones a negociación en Bolsa se vincularán en el futuro, simplemente, a la publicación mencionada del valor liquidativo.

Lo expuesto deja en el aire la cuestión de si es posible en la actualidad solicitar la admisión a negociación en Bolsa de las participaciones en fondos de inversión y la del mantenimiento en la negociación de las participaciones en fondos ya admitidos. Pues bien, si bien las nuevas admisiones van a ser más que improbables por lo dicho, nada las impide desde el punto de vista legal; recuérdese que el Reglamento de Bolsas sigue refiriéndose a tal posibilidad (arts. 25 y 26). Y en cuanto a las que ahora figuran admitidas, lo razonable es que fuera produciéndose su exclusión de la negociación, bien a solicitud de las respectivas sociedades gestoras, bien de oficio por incumplimiento, en su caso, de los requisitos de frecuencia y volumen de contratación. Lo que sí parece claro es que la admisión o el mantenimiento en la negociación de participaciones en fondos debería dar lugar a la publicación diaria de los cambios registrados en la sesión (o de su ausencia, lo más probable), con separación de la publicación del valor liquidativo.

#### III. INVERSIONES DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA

Las normas sobre inversiones de las IIC vienen recogidas en el nuevo reglamento, principalmente en los artículos 4 («normas generales sobre inversiones») y 17 («inversiones y coeficientes mínimos de liquidez»). Con posterioridad, se hace referencia a la inversión del patrimonio de las SIM y de las

sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV, art. 26), de los fondos de inversión mobiliaria (FIM, art. 37) y de los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM, art. 49). A todos ellos vamos a referirnos a continuación.

## 1. Normas generales sobre inversiones

Las limitaciones a las que estarán sujetas las inversiones de las IIC, recogidas en el citado artículo 4, reproducen las normas que al respecto introdujo la LMV, mediante su disposición adicional 6.ª, en la Ley de IIC, sin hacer uso —y esto es quizá lo más significativo— de la posibilidad de fijar porcentajes más estrictos que los de ésta. Conviene recordar que en dicha disposición adicional están reflejadas las líneas esenciales de la Directiva 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, si bien aquélla impuso ya, en algunos casos, límites más rigurosos.

A este respecto, son de destacar las limitaciones a la inversión en valores emitidos o avalados por entidades pertenecientes a un mismo grupo (15 por 100 del activo de la institución). Asimismo, la regla de que la suma de las inversiones de las sociedades y fondos pertenecientes a un mismo grupo no podrá rebasar el 15 por 100 de los valores en circulación de una determinada entidad. Si bien estas restricciones no están contempladas en la normativa comunitaria, ya en el anterior reglamento de IIC se decía algo al respecto, aunque sólo con referencia a la citada en primer lugar: la suma de títulos de sociedades de un mismo grupo no podía superar el 25 por 100 del activo de la institución. Pero esta prohibición era más teórica que real, pues el límite indicado podía ser superado respecto a cualquier grupo, siempre que así se indicara en los estatutos o reglamentos correspondientes. Se buscaba, más que prohibirlas, que esas inversiones fueran públicas y manifiestas. Por el contrario, la nueva legislación contiene una prohibición expresa. Con estas normas se ha tratado de impedir que, por una vía indirecta, un conjunto de instituciones pertenecientes a un mismo grupo pueda llegar a tener participación mayoritaria económica o política en otras sociedades, cosa expresamente indicada en la propia definición de las instituciones contenidas en el artículo 2 del Reglamento. La diversificación en las inversiones queda así más asegurada, lo que siempre redundará en un menor riesgo para los partícipes.

En la misma línea del párrafo anterior, si bien en el Reglamento viene recogida en el artículo 55, en el que se habla de los depositarios de las IIC, existe otra restricción. Dentro de las normas de separación que se han de cumplir cuando la gestora y el depositario de un fondo de inversión o de una SIMCAV pertenezcan a un mismo grupo (a las que más adelante se hará especial referencia), se señala que en la cartera de la correspondiente institución no podrá haber valores emitidos por el depositario que superen el 1 por 100 del activo de la institución. La restricción parece de todo punto lógica, pues si bien en el Reglamento se ha tratado de flexibilizar la separación entre gestora y depositario impuesta por la Ley, parece evidente la necesidad de reducir al máximo la inversión por parte de las instituciones en valores emitidos por su depositario. De esta manera se evita, en gran parte, la posibilidad de actuar sobre los precios de los valores del depositario a través de esta vía. Cabe añadir, respecto a este punto, que si bien en el citado artículo 55 no se indica expresamente, por analogía con el artículo 4 debe interpretarse que dicho porcentaje «se medirá tomando como referencia la valoración efectiva del total de activos financieros y de los activos en cuestión».

Siguiendo con el artículo 4, es interesante reseñar la distinción que se hace entre los párrafos primero y segundo del punto 3. En efecto, mientras en el primero se indica que se podrá invertir hasta un 35 por 100 en un solo valor siempre que se trate de «valores emitidos o avalados por un Estado miembro de la CEE, las Comunidades Autónomas o los organismos internacionales de los que España sea miembro», en el párrafo segundo se abre la posibilidad de llegar a invertir la totalidad del activo en valores avalados por estas entidades, con lo cual parece que se trata de potenciar la inversión en activos directamente emitidos por los estados, comunidades u organismos citados.

Hay que señalar que aunque el riesgo de los valores emitidos por los entes citados es mínimo, también aquí se ha perseguido la diversificación. En efecto, si estas inversiones copan el 100 por 100 del activo de la institución, habrán de estar repartidas en, al menos, seis emisiones, no pudiendo exceder del 30 por 100 el conjunto de los valores de una misma emisión.

Quizá lo último que haya que destacar en este artículo sea su número 4, en el cual se señala el plazo para corregir el exceso sobre los límites de inversión en ciertos casos en los que tal exceso no debe considerarse infracción, con objeto, fundamentalmente, de evitar que las instituciones se vean obligadas a desprenderse de aquellos valores que más se hubieran revalorizado, pues si esto se produjera se estará castigando la buena gestión llevada a cabo. Sin perjuicio de ello, se indica que

existirá infracción cuando dicho exceso se produzca incluso calculando los límites según los precios de adquisición.

#### 2. Coeficientes de inversión

En el artículo 17 del Reglamento se relacionan los tipos de valores en los que las instituciones habrán de tener invertida la mayor parte de su activo, señalándose un porcentaje del 80 por 100 para los FIM y del 90 por 100 para las otras clases de instituciones.

Después de hacer referencia a los valores admitidos a negociación en una bolsa de valores española y a la deuda del Estado, se indica que se podrá invertir en otro tipo de valores, entre los que se citan, a modo de ejemplo, los del mercado hipotecario y los pagarés de empresa, «siempre que sean negociados en un mercado español, organizado, de funcionamiento regular, reconocido y abierto al público». Es decir, si bien se da un amplio margen para la inversión, se especifican las características que habrán de reunir los mercados en los que se negocien dichos valores, debiendo ser el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV, el que habrá de establecer cuándo un mercado reúne las citadas características, habiéndose de publicar en el BOE la correspondiente orden ministerial.

Respecto a este tipo de mercados, se hace especial referencia a los de futuros y opciones financieros, dejando claro que las instituciones podrán realizar operaciones en ellos. No podría ser de otra manera, dada la capacidad de cobertura de riesgos de estos instrumentos; pero también se indica que si no es con este fin específico, se podrán prohibir, limitar o condicionar a que estén previstas en los estatutos o reglamentos de gestión estas operaciones.

Lo hasta aquí dicho en este apartado se podría resumir diciendo que existe un amplio campo para la realización de las inversiones, pero que éstas no se podrán llevar a cabo en mercados que no reúnan unas condiciones mínimas.

En cuanto a la inversión en valores negociados en mercados extranjeros, se va en la misma línea, pero se hace una clara distinción: si son mercados radicados en Estados de la OCDE distintos de los que puedan ser asimilados a nuestras bolsas de valores o al mercado de deuda pública en anotaciones (en los que la inversión es, sin más, posible) bastará con la verificación por parte de la CNMV de que reúnen las condiciones necesarias; sin em-

bargo, si los mercados, cualquiera que sea su naturaleza, están radicados en países no miembros de la citada organización, se requerirá previa autorización de la CNMV. Si bien pueden existir mercados en algunos de esos países que no hubieran requerido esta cautela, hay otros muchos que, por el desconocimiento que se tiene de ellos, la hacían necesaria.

Si bien en este artículo 17 se indica el porcentaje mínimo que en determinados activos han de invertir las instituciones, en artículos posteriores se hace referencia a cada tipo de institución en concreto. Así, en el artículo 26, dentro de una de las secciones dedicadas a las sociedades de inversión, únicamente se vuelve a decir que el 90 por 100 de su activo estará invertido en activos de los mencionados en el artículo 17, sin imponerse ninguna otra restricción. Es decir, que las SIM podrán invertir en otros activos hasta un 10 por 100, porcentaje que se reduce a un 5 por 100 en el caso de las SIMCAV, dado que éstas han de utilizar el 5 por 100 de su activo en cubrir el coeficiente de liquidez.

En cuanto a los FIM (art. 37), se establece que, aparte de lo ya sabido de que el 80 por 100 de su activo ha de estar invertido en valores de los mencionados en el artículo 17, el resto se podrá invertir en estos mismos valores o en aquellos que gocen de especial liquidez. Dado que éstos también estarían incluidos dentro de los del tantas veces citado artículo 17, y dada la vocación que han de tener los FIM por invertir a más largo plazo, debe entenderse que en estos valores de elevada liquidez sólo pueden invertir el 17 por 100 de su activo como máximo, reservando el 3 por 100 restante para el coeficiente de liquidez.

En lo que se refiere a los FIAMM (art. 49), tan sólo tienen dos opciones para invertir: valores de renta fija que no gocen de elevada liquidez (40 por 100 como máximo) o aquellos otros que sí gocen de ella. Ahora bien qué debe entenderse por elevada liquidez? En el propio artículo 49 se menciona las dos características que han de reunir estos valores: vencimiento a corto plazo y garantías de realización, cuyo entendimiento concreto ha de ajustarse a lo que establezca el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la CNMV. El pasado 12 de agosto fue publicada la Orden Ministerial en la que se definían las características que debe reunir un valor para ser considerado de elevada liquidez: ha de estar admitido a negociación en un mercado secundario organizado, que reúna condiciones por las que pueda ser realizado con prontitud y que su plazo de vencimiento o remanente de amortización sea inferior o

igual a dieciocho meses. En todo caso, y siempre que reúnan la tercera condición citada, gozarán de la condición de elevada liquidez los valores representativos de la Deuda Pública negociados en mercados secundarios oficiales.

#### IV. NORMATIVA CONTABLE

Con fecha 27 de diciembre de 1990, y en base a la habilitación conferida por el Ministerio de Economía y Hacienda en su Orden Ministerial del 20 de diciembre de 1990, se publicó la circular de la CNMV sobre normas contables y estados financieros reservados de las IIC, disposición complementaria del nuevo Reglamento que, por su importancia, merece un comentario especial. Era clara la necesidad de esta normativa, pues no se había publicado nada semejante al respecto y no existía la certeza de que todas las IIC estuvieran utilizando iguales normas de contabilización y valoración. Con la publicación de esta circular se ha pretendido lograr un triple objetivo:

- a) Homogeneizar las normas de contabilización y valoración utilizadas por todas las IIC, lo que contribuirá a mostrar una más exacta imagen de ellas.
- b) Una igual presentación de sus estados financieros, lo que facilitará su análisis y comparación, así como una mejor elaboración de las correspondientes estadísticas.
- c) Que las normas aplicables y los documentos resultantes estén en línea con el Plan General de Contabilidad recientemente aprobado, lo cual tendrá el doble efecto de facilitar a las IIC la presentación de sus documentos oficiales, a la vez que permitirá la elaboración en un futuro próximo de un plan contable sectorial.

Aparte de una serie de cuestiones formales y de procedimiento, se incluyen en la circular normas sobre contabilización, valoración y determinación de resultados, y un detalle de los modelos a presentar, indicándose los períodos en los que se ha de hacer dicha presentación.

Quizá la novedad más llamativa de estas normas contables sea la referencia a la valoración de la renta fija. En efecto, dado que en ocasiones las cotizaciones oficiales no reflejan correcciones valorativas de acuerdo a la evolución de los tipos de interés de mercado, el criterio es que, en tales casos, las instituciones tomen un precio que iguale el rendimiento interno de la inversión a dichos tipos de mercado. Con ello se ha pretendido que el valor