liquidativo de los fondos y el valor teórico de las acciones refleje con mayor exactitud el valor real de sus inversiones. Se establece, no obstante, como excepción, un supuesto: el de los valores de renta fija que tengan vencimiento igual o inferior a seis meses, que habrán de ser valorados al precio de adquisición incrementado en los intereses devengados correspondientes, calculados de acuerdo con la tasa interna de rentabilidad. Igual método y distinción se aplican a los valores de renta fija no cotizada, según que el plazo sea mayor o menor de un año.

Dado que, debido a las nuevas normas de valoración, el día de su entrada en vigor (1 de abril de 1991) se hubieran podido producir saltos de importancia en la cuantía del valor liquidativo, se establece en la norma transitoria que las diferencias que por este hecho se produzcan habrán de llevarse a una cuenta de «Ajustes por periodificación», periodificándose linealmente hasta el final del ejercicio de 1991.

Otra novedad reseñable en este apartado es que en esta circular se han fijado los criterios de contabilización de futuros financieros y opciones contratados en mercados organizados.

Hay que señalar que los estados contables a cumplimentar permitirán, mediante la simple adición de determinadas partidas, obtener el activo computable que ha de servir de base para el cálculo de los diferentes coeficientes: inversión, liquidez, limitaciones a la inversión y obligaciones frente a terceros. Asimismo, también de la información contable se podrá obtener directamente el valor liquidativo de los fondos.

Respecto a este último aspecto, es destacable la obligatoriedad que se establece de descontar, para el cálculo del valor liquidativo, el lucro cesante derivado del mantenimiento de activos no rentables como consecuencia de las retenciones fiscales practicadas. De no aplicarse este criterio, es claro que el partícipe que se mantuviera en el fondo se vería perjudicado por las retenciones, beneficiándose, por el contrario, el partícipe que desinvertía, efecto que, mediante esta norma, se ha tratado de corregir.

V. PATRIMONIOS Y CAPITALES MINIMOS

Como es sabido, los patrimonios mínimos de los fondos de inversión no han sido modificados por el nuevo Reglamento respecto a los que ya se exigían: 500 millones para los FIM y 1.500 millones

en el caso de los FIAMM. Si bien en este segundo tipo de fondos la cifra parece a todas luces adecuada, en el caso de los FIM puede parecer un poco reducida, sobre todo teniendo en cuenta el tiempo que lleva vigente. Pero ha de pensarse que el establecimiento de una cifra más elevada hubiera dificultado la posibilidad de ofrecer, por parte de las diferentes entidades financieras, una amplia gama de fondos a sus clientes, debido a la mayor cantidad de recursos que se hubieran visto obligadas a captar. Se facilita de esta manera el surgimiento de una mayor variedad de fondos.

Por el contrario, el capital mínimo de las sociedades de inversión, tanto SIM como SIMCAV, se ha visto duplicado. Muchas de ellas no tendrán problemas para realizar esta operación, pues disponen de reservas suficientes para ello. Pero, en cualquier caso, lo que se ha pretendido es que haya una mayor diversificación del accionariado, tratando de conseguir que estas entidades sean auténticas instituciones de inversión colectiva y no sociedades para resguardo fiscal de patrimonios familiares, lo que en muchos casos han venido siendo hasta ahora.

VI. GESTORAS Y DEPOSITARIAS PERTENE-CIENTES AL MISMO GRUPO

Una de las cuestiones que más interés ha suscitado en el sector de la inversión colectiva, tanto con ocasión de la elaboración de la LMV como del nuevo Reglamento, ha sido la del régimen de separación entre sociedades gestoras y depositarias de una misma IIC. El apartado 13.d) de la disposición adicional 6.ª de la LMV parece contener una huella de las discusiones que suscitó este tema al haber incluido, tras el punto y seguido que cierra el inciso en el que se indica que ninguna entidad pueda ser depositaria de una institución gestionada por una sociedad de su mismo grupo, la siguiente afirmación aislada: «Salvo cuando cumplan las normas de separación entre ambas que se establezcan reglamentariamente.» Detrás del principio de separación está, sin duda, la idea de intentar que el deber de control mutuo en beneficio de los partícipes o accionistas, que consagran tanto la Ley de IIC como la Directiva 85/611/CEE, se traduzca en algo más que palabras. Las razones en contra han de buscarse en la reticencia comprensible de los grupos financieros a poner a disposición de la competencia preciada información sobre su clientela (1).

El nuevo Reglamento, en su artículo 55, establece no sólo las previstas «normas de separación», sino también las reglas de transparencia, llevado por la idea de que el conocimiento público de las vinculaciones de las entidades financieras puede ser el mejor freno de conductas dudosas. Entre las primeras se recogen, además de la limitación a la inversión en valores del depositario que se ha citado en el apartado II, la regla de la inexistencia de administradores o gestores comunes y las de separación física y de establecimiento de «murallas chinas», en línea con el principio consagrado en el artículo 83 de la LMV.

En cuanto a las reglas de transparencia, se impone la explicitación en el folleto de la institución, y en sus informes trimestrales y memoria anual, de las relaciones entre la sociedad gestora y la depositaria, así como de las operaciones de adquisición o venta de valores en las que sea contraparte esta entidad. Esto último ha de entenderse sin perjuicio de lo previsto en el artículo 8 del propio Reglamento, que, al establecer que, como regla general, las operaciones sobre valores admitidos a negociación en un mercado organizado (oficial o no) deben efectuarse a través de los mecanismos normales de contratación del mismo, debe convertir el supuesto en residual.

Por último, ha de señalarse que la disposición transitoria 6.ª del nuevo Reglamento establece que las sociedades gestoras y las entidades depositarias de una misma institución que pertenezcan a un mismo grupo en el momento de su entrada en vigor deben cumplir las reglas de separación y transparencia expuestas antes del 31 de diciembre de 1991, aunque más bien ha de entenderse que las de transparencia habrán de observarse precisamente a partir de dicha fecha.

VII. EL DERECHO DE SEPARACION SIN GAS-TOS DE LOS PARTICIPES

La disposición adicional 6.ª de la LMV introdujo en el régimen de los fondos de inversión un peculiar derecho de separación sin gastos en favor de sus partícipes, accionable con ocasión de modificaciones relevantes de sus reglamentos (modificaciones que afecten a la política de inversiones, a la determinación de resultados o a su distribución, a los requisitos para la modificación del contrato o del Reglamento de gestión, a la sustitución de la entidad gestora o depositaria, al establecimiento o modificación de las comisiones de gestión, reembolso o depósito de valores, así como en caso de conver-

sión del fondo en sociedad). Análogo derecho regiría también en caso de establecimiento o elevación de la comisión de reembolso, aunque ello no supusiera modificación del Reglamento (último párrafo del art. 17.1 y art. 28.3 de la Ley de Instituciones de Inversiones Colectivas).

La defectuosa redacción de estos preceptos legales suscitaba algunas dudas y perplejidades, la más señalada de las cuales era que daba la impresión de que el derecho de reembolso «sin deducción de comisión ni gasto alguno» podría hacerse, en estos casos, efectivo con referencia al valor liquidativo del día en que se autorizara la modificación, es decir, a un precio pasado y conocido. Ello podría dar lugar, en fases bajistas, a la salida masiva de partícipes por razones ajenas a su opinión sobre los cambios introducidos con el consiguiente perjuicio para los que permanecieran. Y en fases alcistas, a que ninguno de los partícipes ejercitara su derecho de reembolso.

El nuevo Reglamento, al desarrollar los preceptos legales citados en sus artículos 35.2, 3 y 4, y 57, trata de excluir la posibilidad —nada teórica—de que se produzcan estos fenómenos anómalos:

- a) imponiendo que la publicación y la notificación de la modificación a los partícipes tenga lugar antes de su efectiva introducción en el Reglamento (dentro de los diez días siguientes a su autorización, por tanto, que recae sobre el proyecto de modificación y que es previa a su inscripción, que se refiere ya a la modificación producida), y
- b) tomando como valor liquidativo de referencia el del día del acuerdo de inscripción de la modificación, en lugar del valor del día del acuerdo de autorización (el precepto legal habla tan sólo del acuerdo de la Comisión), fecha que será siempre posterior al momento en que los partícipes deban decidir.

Obviamente, la cuestión es distinta en el caso de establecimiento o elevación de la comisión de reembolso sin modificación del Reglamento del Fondo, supuesto para el que el nuevo Reglamento de IIC se limita a reproducir la solución legal: el valor liquidativo de referencia será el correspondiente a la fecha de entrada en vigor de la decisión adoptada por la sociedad gestora, fecha que, por prudencia, se tenderá a fijar en la práctica más allá del período de ejercicio del derecho de separación sin gastos.

Por lo demás, en garantía de que el derecho de separación que se examina pueda ser debidamen-

te ejercitado, tanto el artículo 35.4 del nuevo reglamento de IIC, como los artículos 243.3 y 245 del nuevo reglamento del Registro Mercantil, exigen como requisito para la práctica de las correspondientes inscripciones de la modificación en el registro administrativo y en el Registro Mercantil la acreditación o manifestación de que se han efectuado las pertinentes publicaciones o notificaciones y —quizá con exceso de celo— que haya transcurrido un mes desde dichas publicaciones o notificaciones.

VIII. LA COMERCIALIZACION EN ESPAÑA DE INSTITUCIONES DE INVERSION COLEC-TIVA EXTRANJERAS

Las disposiciones adicionales 1.ª y 2.ª del nuevo reglamento concretan el régimen aplicable a la comercialización en España de acciones o participaciones de IIC extranjeras, distinguiendo las comunitarias, sujetas a la antes citada Directiva 85/ 611/CEE, de las restantes. Con respecto a las primeras, se incorpora al derecho español el sistema de la Directiva en este punto, aunque tal incorporación tenga lugar con un cierto retraso, pues la fecha límite era el 1 de octubre de 1989; por lo que se refiere a los restantes, la preocupación parece haberse centrado, además de en garantizar la máxima información, en evitar que se comercialicen en nuestro país entidades de este tipo no sometidas a una regulación o a un grado de supervisión similar al que afecta a las españolas.

La LMV contenía, en el último párrafo de su artículo 61, referido a las ofertas públicas de venta de valores, las claves del régimen que debía aplicarse en estos casos. Con arreglo al mismo, lo establecido en general para dichas ofertas (la necesidad de cumplir los requisitos previstos en los arts. 26 y siguientes de la Ley) sería aplicable a la oferta al público de valores emitidos en el extranjero, añadiendo que el gobierno estaría facultado para establecer las excepciones que derivaran de las normas aprobadas por la CEE o tratados internacionales.

Pues bien, las diferencias entre el régimen establecido en las disposiciones adicionales objeto de este comentario y el que derivaría de la pura adaptación a las peculiaridades de estas instituciones del aplicable en general a las ofertas públicas de venta de valores son las que a continuación se señalan, con referencia separada a las IIC comunitarias y a las restantes.

Instituciones de inversión colectiva sujetas a la Directiva 85/611/CEE

En cuanto a la documentación que debe aportarse, se reproduce la citada en el artículo 46 de la mencionada Directiva, incluyéndose, por tanto, un certificado expedido por la autoridad supervisora de origen sobre el ajuste de la institución a la Directiva y una memoria acerca de las modalidades de comercialización previstas. El resto de la documentación viene a ser equivalente a la que resultaría exigible en aplicación directa del artículo 61 de la LMV: el reglamento o la escritura de constitución (documentos acreditativos), el folleto informativo y los últimos informes anual y semestral (en la medida en que han de ir acompañados del certificado del auditor, requisito equiparable al de la letra c) del art. 26 de la LMV). En relación con esta documentación, la diferencia de régimen reside en que la CNMV ha de limitarse a incorporarla a sus registros públicos tras comprobar únicamente que ha sido presentada acompañada de la correspondiente traducción al castellano y que ha sido visada por la autoridad competente de origen. Por supuesto, el contenido de tal documentación será el que corresponda de acuerdo con las disposiciones vigentes en el país en que la institución esté domiciliada. En este sentido, de pura comprobación formal, ha de entenderse la expresión «verificará» del número 2 de la disposición adicional 1.ª con referencia a esta documentación. La función de la Comisión es más intensa con respecto a la memoria acerca de las modalidades previstas para la comercialización. En este ámbito, le corresponde realizar un análisis de legalidad de fondo, pudiendo, si procede, denegar motivadamente el registro. La lectura de la Directiva, por lo demás, permite entender comprendidas en el ámbito propio de esta memoria las medidas precisas para facilitar los correspondientes pagos, las suscripciones y reembolsos y la difusión de las informaciones pertinentes (véanse el último párrafo de su art. 46 en relación con su art. 45, así como lo previsto en el número 3 del número 1 de la disposición adicional que se comenta).

En cuanto al procedimiento, destaca el establecimiento de un régimen de silencio positivo por el transcurso de dos meses desde la presentación de la documentación, con lo que también se cumple lo previsto en la Directiva.

2. Otras instituciones de inversión colectiva extranjeras

En cuanto a las instituciones comunitarias no sujetas a la Directiva 85/611/CEE y a las no comu-

nitarias, resulta aplicable el régimen del artículo 61 de la LMV, lo que implica que han de aportarse la comunicación, documentos acreditativos, folleto y auditorías correspondientes, en principio con arreglo a los requisitos de las disposiciones españolas. Decimos «en principio» porque está claro que la especialidad del supuesto hará necesario adaptar lo previsto en dichas disposiciones a las peculiaridades de cada institución. En cualquier caso, está fuera de duda que la facultad de registro por parte de la CNMV tiene en estos casos un alcance pleno, sin que deba consistir en una pura comprobación formal como, en gran medida, ocurre en el caso anterior.

Pero la disposición adicional 2.ª del nuevo reglamento establece, llevada por una lógica preocupación por garantizar, en favor de las IIC españolas, la igualdad en las condiciones de concurrencia, y de evitar la comercialización en España por esta vía de productos dudosos, dos requisitos adicionales:

- De un lado, ha de acreditarse que las instituciones «están sujetas en su Estado de origen a una normativa específica que proteja los intereses de los accionistas o partícipes a un nivel no inferior al de la normativa española».
- · De otro, ha de aportarse un informe de la autoridad de dicho Estado a la que esté encomendado el control e inspección de la institución en sentido favorable con respecto al desarrollo de las actividades de ésta. Ello implica algo que está ya implícito en el requisito anterior: la institución ha de ser una institución supervisada. La práctica, por lo demás, irá delimitando el contenido de este informe, aunque es razonable suponer que baste con que haga referencia a que, en general, la institución y sus actividades se ajustan a la legislación del Estado de origen y que no existe inconveniente, desde el punto de vista de dicha legislación y, en general, en opinión de la autoridad supervisora informante, para que sus acciones o participaciones sean comercializadas en España.

Por último, conviene poner de relieve que la disposición adicional 3.ª del nuevo reglamento se refiere a la comercialización de acciones o participaciones de IIC españolas en otros países comunitarios, limitándose a establecer el deber de comunicación previa a la CNMV y contemplar la expedición de los certificados de ajuste a la Directiva contemplados en ésta. A este respecto, resulta de interés reseñar que el Consejo de dicha Comisión Nacional aprobó, mucho antes de la entrada en vigor del nuevo reglamento, aquel al que se ajustarían tales certificados.

IX. EL NUEVO REGIMEN DE LAS SOCIEDA-DES GESTORAS DE CARTERAS

La Ley del Mercado de Valores alteró no sólo la denominación de las llamadas sociedades gestoras de patrimonio —ahora sociedades gestoras de carteras (SGC)-, sino también, y de modo muy sustancial, su naturaleza al dar nueva redacción, en su disposición adicional 6.ª, al número 1 del artículo 36 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, sobre Instituciones de Inversión Colectiva. En el régimen originario de ésta, la esencia de la figura residía en el derecho a utilizar en exclusiva la denominación legal y sus siglas «SGP». Con la ley citada, el acceso a la categoría pasa a constituir una de las vías para el ejercicio legítimo, de modo habitual o profesional, de la actividad de gestión de carteras de valores, reservada a ciertos tipos de entidades, como ocurre, en general, con las demás relacionadas con el mercado de valores en cuanto se desarrollen de modo habitual o profesional (art. 76, en conexión con el 71).

Además del cambio de orientación expuesto, la nueva redacción del número 1 del artículo 36 de la Ley 46/1984, reiterando lo que resulta del propio artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores, introdujo otro cambio que merece especial comentario. al hacer de la actividad de gestión de carteras la única que estas entidades pueden ejercer de modo profesional en el ámbito del mercado de valores. Recuérdese que la redacción anterior del precepto hacía referencia expresamente a la posibilidad de que las sociedades gestoras de patrimonio se dedicaran también al «asesoramiento en materias financieras y a la intervención en la colocación de emisiones públicas y privadas». Aún más, bajo el imperio de la ley anterior quedaban igualmente dentro de su posible campo de actuación otras posibles actividades relacionadas con el mercado de valores, aunque nada se dijera expresamente, dada la ausencia de una regla de reserva del ejercicio de tales actividades en favor de ciertas categorías de entidades.

La subsistencia de la figura con estas alteraciones ha de llamar la atención a todo aquel que presume un impulso racional o coherente en las decisiones del legislador. Especialmente si se piensa que la propia Ley del Mercado de Valores dio vida a dos categorías de entidades —las sociedades y agencias de valores— destinadas a convertirse en los profesionales por antonomasia del mercado de valores, en cuyo campo típico de actuación se encuentra la gestión de carteras de valores. La curiosidad se acentúa cuando se repara en que sería

teóricamente posible, en el marco de la Ley, una agencia de valores dedicada exclusivamente a esta actividad, tanto por pura opción voluntaria de hecho como a modo de obligación autoimpuesta, por consignarse como única al definirse el objeto social en los estatutos o en la declaración de actividades.

La razón de la subsistencia separada de esta categoría de entidades hay que buscarla probablemente en la idea de compensar el rigor de la regla de reserva del ejercicio de actividades en favor de las sociedades y agencias de valores, es decir, de sociedades anónimas dotadas de un capital mínimo (superior, en cualquier caso, a ciento cincuenta millones de pesetas). Téngase presente que el nuevo reglamento mantiene básicamente la concepción del anterior de exigir sólo un determinado volumen de recursos propios en función del valor global de las carteras administradas (cinco por mil hasta diez mil millones de pesetas; tres por mil en lo que exceda de esta cifra), por mucho que haya impuesto -como novedad la exigencia del mantenimiento, en todo caso, de unos recursos propios mínimos muy inferiores a los necesarios para constituir una sociedad o agencia de valores (diez millones de pesetas).

Esta nueva exigencia nos da una pista sobre cuál ha sido la filosofía, aparte del cambio fundamental de orientación antes expuesto, de los nuevos preceptos del reglamento sobre las SGC: la aproximación de su régimen al de las agencias de valores (2). Tal aproximación se manifiesta también en la modificación del procedimiento de creación (cercano al de «autorización sobre proyecto», que se ha convertido en general en el ámbito de las entidades financieras); en la exigencia de que concurra la necesaria honorabilidad comercial y profesional y experiencia en sus administradores; en la previsión de que el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación, la CNMV regulen los registros que deben llevar y su régimen contable; en la aplicación del régimen de adquisición de valores

por cuenta propia de las agencias de valores, y en la aclaración —necesaria, aunque indiscutible— de que les es aplicable, en cuanto al ejercicio de sus actividades, el régimen sancionador «ordinario» de la LMV, sin perjuicio de las especialidades recogidas en el artículo 36 de la Ley de IIC. También ha de verse un cierto ánimo armonizador en la disposición adicional 4.ª del nuevo reglamento, que facilita la transformación de la SGC en sociedades o agencias de valores.

Queda únicamente hacer referencia a lo dispuesto en el artículo 82.2 del nuevo reglamento, que contiene dos normas de interés ajenas a ese propósito armonizador. Una de ellas intenta delimitar la actividad de gestión de carteras (por medio de una regla que puede servir como criterio interpretativo general de la letra j) del art. 71 de la LMV) concibiéndola como de tracto sucesivo: «en ningún caso se entenderá que forma parte de dicha actividad la mediación en la colocación, adquisición o venta de valores en favor de personas que no tengan contratada con la sociedad la gestión de sus carteras». La otra impone que tal actividad se desarrolle con arreglo a contratos-tipo, que habrán de «someterse» a la CNMV con carácter previo a su aplicación. Esta previsión, que no resulta razonable que se aplique sólo a las SGC, podría plantear alguna duda en cuanto a su alcance, aunque, dado el significado usual del verbo «someter», parece que implica que es precisa la aprobación o autorización previa de los contratos-tipo por dicha Comisión.

NOTAS

- (1) En torno a esta polémica, véase Fermín Zancada Peinado, «Chequeo al nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva», en Estrategia Financiera, enero de 1991, pág. 7.
- (2) A. J. Tapia Hermida, «El nuevo Reglamento de las IIC», en la revista Derecho de los negocios, año 2, número 4, pág. 5.