


PRINCIPALES ASPECTOS DE LA REFORMA DEL RÉGIMEN DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

 SALVADOR RUIZ BACHS
Abogado (*)

1. INTRODUCCIÓN

El pasado 5 de noviembre se publicó en el BOE la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, la «Ley 35/2003» o la «Nueva Ley»). La Ley 35/2003 tiene prevista su entrada en vigor el próximo 5 de febrero y supondrá una reforma sustancial del régimen jurídico aplicable a las Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, «IIC»), las Sociedades Gestoras de IIC (en adelante, «Sociedades Gestoras») y sus depositarios, actualmente regulado por la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva y su normativa de desarrollo, principalmente, el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre.

La finalidad de este artículo es destacar las principales innovaciones que se introducen por esta reforma en el régimen de la gestión colectiva. Resulta, sin embargo, necesario hacer la advertencia que el reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 no ha sido aprobado a la fecha de elaboración de este análisis. La falta de publicación de esta norma tiene bastante

importancia, porque las constantes remisiones de la Ley 35/2003 al desarrollo reglamentario en cuestiones cruciales para el régimen de las IIC, Sociedades Gestoras y depositarios hacen de éste una pieza fundamental para dilucidar el alcance y trascendencia de la reforma. En cualquier caso, aunque queden muchas cuestiones aún por despejar, lo cierto es que el análisis de la Ley 35/2003 sigue siendo de gran interés, porque permite hacerse una idea de conjunto del nuevo marco jurídico y de las principales innovaciones y líneas maestras de esta reforma, con independencia de que se deberá esperar al desarrollo reglamentario para completar la descripción del nuevo régimen jurídico de la gestión colectiva en España.

2. ANTECEDENTES Y LÍNEAS MAESTRAS

La actual reforma ha venido exigida principalmente por la necesidad de transponer a nuestro ordenamiento las Directivas 2001/107/CE (en adelante, «Directiva 2001/107») ¹ y 2001/108/CE (en adelante, «Directiva 2001/108») ² del Parlamento Europeo

(*) Del Departamento de Derecho Mercantil de Uría & Menéndez.

¹ Directiva 2001/107/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados (DOCEL 41, 13 de febrero de 2002).

² Directiva 2001/108/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM (DOCEL 41, 13 de febrero de 2002).

y del Consejo, de 21 de enero de 2002, que han modificado de forma esencial la regulación comunitaria aplicable a las IIC, contenida en la Directiva 85/611/CEE del Consejo, por la que se coordinaron las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM) (la «Directiva OICVM»).

La Directiva OICVM tiene como objetivo principal establecer un marco comunitario común para unos determinados tipos de IIC y para sus Sociedades Gestoras y depositarios. Este marco comunitario común faculta además a aquellas IIC que cumplen los requisitos de dichas Directivas (las denominadas OICVM o, en terminología anglosajona, *UCITS*) a comercializar sus acciones y participaciones en otros Estados de la Unión Europea sin necesidad de obtener una previa autorización del Estado miembro en el que deseen comercializarse. Estas dos Directivas han introducido cambios sustanciales en este régimen común de las OICVM y de sus Sociedades Gestoras. La primera de estas Directivas (la Directiva 2001/107), por un lado, ha impuesto en el ámbito comunitario la obligación de publicación del folleto simplificado que pasará a convertirse en el documento básico de comercialización de las IIC en toda la Unión Europea y, por otro, ha ampliado las actividades que pueden ejercer las Sociedades Gestoras de OICVM, armonizando sus requisitos y condiciones de ejercicio de actividad y abriendo las puertas a las Sociedades Gestoras de la prestación transfronteriza de sus servicios en otros Estados miembros mediante el régimen conocido comúnmente como *pasaporte comunitario*. Por su parte, la segunda Directiva (la Directiva 2001/108) ha flexibilizado las normas de inversión de los OICVM para permitirles invertir en nuevos activos e instrumentos financieros.

Lo cierto es que las disposiciones nacionales que transponen dichas Directivas tenían que ser de aplicación, disposiciones transitorias aparte, a partir del 13 de febrero de 2004. Este hecho tiene como consecuencia, entre otras, que, a partir del 13 de febrero, las OICVM y Sociedades Gestoras que cumplan con su normativa nacional de transposición de estas

Directivas y que, como consecuencia de ello, tengan la mayor libertad de actuación que éstas les conceden, podrán acceder al mercado español de forma sencilla para competir con los productos y servicios de gestión colectiva de las entidades de nuestro país. Tal razón y el hecho de la importancia de esta industria en España³ justifican sobradamente la necesidad y urgencia de la reforma.

No obstante, resulta importante aclarar que las Directivas no agotan totalmente, ni así lo pretenden, la capacidad legislativa de los Estados miembros en este campo. La Directiva OICVM no sólo no regula todos los aspectos relativos a las IIC permitiendo a los Estados miembros aplicar a las OICVM domiciliados en su territorio disposiciones más rigurosas que las de la Directiva (siempre que sean de aplicación general y no se opongan a la Directiva), sino que, además, asume que los Estados miembros pueden autorizar y autorizarán la creación de IIC que no estén sometidas a la Directiva OICVM y se comercialicen principalmente en el Estado de su constitución.

Aprovechando estas posibilidades y en gran medida como respuesta a las razonadas y repetidas demandas recibidas desde la patronal del sector *INVERCO*, la reforma no se agota en la mera transposición de las Directivas. Su propósito es más ambicioso pues, según su propia exposición de motivos, desde un punto de vista formal, se inspira no sólo en la necesidad de transponer las citadas Directivas, sino también en la voluntad de instituir de forma clara, ordenada y completa en sede legal los aspectos sustantivos del régimen jurídico de las IIC y además, desde un punto de vista material, trata de establecer un régimen jurídico que satisfaga las necesidades del sector de inversión colectiva. Para cumplir este último objetivo, la Ley 35/2003 pretende adaptarse a la nueva realidad de la gestión colectiva basándose en tres principios básicos: la liberalización de la política de inversión, el reforzamiento de la protección a los inversores con nuevos instrumentos y el perfeccionamiento del régimen de intervención administrativa. Aunque las principales innovaciones que introduce la Ley 35/2003 son precisamente las que tienen su fundamento en la trans-

³ Según comentan los expositivos de la Ley 35/2003, el patrimonio de las IIC comercializadas en nuestro país representa aproximadamente un 30% de nuestro Producto Interior Bruto.

posición de las Directivas Comunitarias citadas (es decir, las atinentes a la flexibilización de las normas de inversión de las IIC y la modificación de la regulación de las Sociedades Gestoras y de su prestación transfronteriza de servicios)⁴, la verdad es que la Ley 35/2003, con buen criterio, llega más allá de lo estrictamente exigido en estas materias por las Directivas y además introduce otras interesantes novedades, que no tienen su origen en las disposiciones de las Directivas, y que se refieren principalmente a la protección del inversor, al régimen de supervisión y a la forma jurídica y condiciones de funcionamiento de las IIC.

En cualquier caso, el objeto de esta exposición no será realizar un análisis exhaustivo de todas las modificaciones introducidas, porque esto nos llevaría probablemente a extendernos más allá de lo razonable en un artículo de estas características, sino únicamente resaltar las principales innovaciones de la Ley 35/2003. A los efectos de permitir una mayor claridad en la exposición, este análisis se divide en tres grandes apartados correspondientes, el primero, a las principales novedades que afectan a las IIC, el segundo, a aquellas que afectan a las Sociedades Gestoras, y el tercero, a las relativas a las normas de protección de los inversores y de conducta y al régimen de intervención, supervisión y sanción administrativa.

3. LAS MODIFICACIONES DEL RÉGIMEN DE LAS IIC

3.1. La supresión de las tipologías cerradas

Quizá la principal modificación del régimen de la gestión colectiva es precisamente la desaparición de la tipología de IIC y la flexibilización de sus políticas

e instrumentos de inversión. La normativa todavía en vigor nos tenía acostumbrados a la existencia de una profusa tipología cerrada de IIC (por ejemplo, FIM, FIMF, FIME, FIMP, FIMS, FIAMM) con normas legales comunes y muy estrictas para cada tipo respecto de las políticas e instrumentos de inversión. La justificación de este sistema, se decía, era el principio de defensa del inversor. Se razonaba que estos tipos cerrados facilitaban la identificación por parte del inversor del tipo de IIC en la que se pretendía invertir. Un inversor sabía, por ejemplo, que un FIM de renta variable invertía casi exclusivamente en acciones admitidas a negociación en Bolsa mientras que un FIMF invertía mayoritariamente en ciertos tipos de IIC. Este modelo, aunque efectivamente permite identificar los tipos de IIC y facilita en términos generales su supervisión (porque todas ellas están sometidas a muy similares reglas y límites legales) tiende a fomentar la rigidez y la falta de innovación en el mercado al imponer al legislador o al regulador la tarea de creación de nuevos tipos de IIC y al reducir las posibilidades de combinación de distintos instrumentos en una misma IIC (porque cada tipo se caracteriza precisamente por especializarse en ciertos instrumentos). Finalmente, la utilización del establecimiento y control de ciertas normas y restricciones sobre inversión y activos aptos como principal herramienta de supervisión suelen tentar al regulador a establecer normas y condiciones estrictas que aseguren la solvencia y el control de los riesgos en las IIC aún a cambio de sacrificar la posibilidad de diseñar productos que satisfagan al inversor más profesional y exigente en términos de rentabilidad⁵.

En cualquier caso, la Directiva 2001/108 hacía prácticamente imposible mantener ese modelo. La

⁴ El folleto simplificado no supondrá, en principio, una gran innovación en nuestro país, porque nuestra normativa, con gran acierto, ya había previsto la obligación de publicar un folleto simplificado a ciertas IIC. La innovación, en su caso, puede venir por su contenido, materia respecto de la cuál se pretende llegar a un acuerdo mínimo común en el ámbito comunitario por el procedimiento de la Comitología.

⁵ Al final, cada norma que restringe la actuación de una IIC supone una elección en términos de riesgo y rentabilidad. La flexibilización de las normas de inversión, de realización de operaciones y asunción de endeudamiento suelen suponer un incremento del riesgo, pero también, si el gestor es un buen profesional, un aumento de las posibilidades de obtener una mejor rentabilidad de la cartera. La existencia de unas normas comunes muy restrictivas reduce, en principio, el riesgo y los problemas de supervisión, pero también limita la posibilidad de desarrollar estrategias de inversión que consigan mantener la rentabilidad de la cartera a los niveles que un inversor profesional exige en términos de rentabilidad a un producto financiero competitivo. Evidentemente, la ausencia de toda regulación sobre la actuación de las IIC, las Sociedades Gestoras y los depositarios pueden ser también muy perjudiciales, ya que pueden permitir los fraudes a los inversores, la existencia de conflictos de interés, la falta de transparencia y otros males.

inversión en activos e instrumentos financieros se flexibiliza de tal manera por la Directiva que hubiera exigido la creación de una tipología extremadamente extensa y complicada. Por tal razón, la Ley 35/2003 certifica la defunción de este sistema de tipología cerrada creando una única clase de IIC de carácter financiero, y manteniendo únicamente tres clases de IIC: las IIC de carácter financiero, las IIC inmobiliarias y las otras IIC no financieras (cuyas características se remiten en su integridad al desarrollo reglamentario). No quiere decir esto que las IIC no se diferenciarán entre sí y especializarán en cuanto a sus políticas y normas de inversión, sino que, en principio, estas reglas no dependerán de una tipología cerrada sino de la vocación inversora que defina la propia IIC. De hecho, la Ley 35/2003 prevé que, a efectos estadísticos y de facilitar información sobre su perfil de riesgo y los activos en los que invierte, la CNMV establecerá categorías de IIC en función de la vocación inversora de éstas dentro de los activos aptos previstos. Además, se dice en el artículo 30 de la Ley 35/2003 que reglamentariamente se determinarán los límites y condiciones a los que deberán ajustarse las inversiones, directas o indirectas, de las IIC de carácter financiero y el riesgo global máximo de las operaciones que realicen. Este sistema, tal y como aparece configurado en la norma legal, parece apuntar a la existencia de un marco jurídico con unas normas comunes y generales sobre límites y condiciones de las inversiones, en las que sólo cabría hacer diferencias entre IIC en aquellos aspectos permitidos en la propia norma y, además, sobre la base de los criterios expresamente fijados por la norma legal. Una vez fijadas estas normas comunes, sería la IIC la que podría optar por establecer su vocación inversora y las reglas a las que se va a someter su gestión colectiva sin tener que adoptar unas normas de inversión prefijadas para una clase, tipo o categoría cerrada, sino meramente informar de esa vocación inversora escogida y esas reglas auto-impuestas para cumplir con el principio de transparencia.

No obstante, este sistema puede correr *a priori*, a nuestro parecer, dos riesgos importantes. Por un lado, como hemos comentado, la Nueva Ley parece exigir al reglamento que defina ciertos límites y condiciones para las inversiones y riesgo global máximo comunes para todas las IIC de carácter financiero, so pena de incurrir en contradicción con la propia Ley

que no parece habilitar para establecer tipologías o distinciones a nivel reglamentario. En tal contexto, si el reglamento se ve obligado a establecer reglas comunes para IIC dirigidas a inversores particulares, profesionales e institucionales, se puede caer en la tentación de imponer dichos límites en un nivel demasiado estricto (el de las IIC dirigidas a inversores particulares) que aborte todo el afán de flexibilización de la reforma. Por otro, la creación de esas *categorías* que establece la Ley 35/2003 por la CNMV puede llevar a que, en la práctica, si la CNMV no aplica dicha categorización con los criterios de flexibilidad que se deducen de la lectura de la Ley 35/2003 (para que sólo sirvan a efectos estadísticos y de facilitar información), estas categorías se *estandaricen* hasta el punto de constituirse esa categorización en esa tipología cerrada de la que la misma Ley 35/2003 pretende huir. En todo caso y, *a priori*, no parece deducirse de las últimas intervenciones y declaraciones de los responsables políticos encargados de la redacción del reglamento que ninguno de estos dos riesgos vaya finalmente a materializarse.

En cualquier caso, vista la reforma y aunque la opción de política legislativa elegida por la Ley 35/2003 es razonable y legítima, el cambio de una tipología cerrada y rígida, que descendía a un nivel de detalle exhaustivo en cuanto a las normas de inversión, por una casi total ausencia de clasificación puede resultar un giro un tanto drástico. Había alguna otra alternativa intermedia también muy razonable como, por ejemplo, haber establecido una tipología abierta y flexible que no distinguiera entre tipos cerrados, sino entre grandes tipos abiertos que dependieran del inversor al que se dirigen y que contarán con gran flexibilidad de actuación y de diseño dentro de cada uno. Tal es la opción que parece que han elegido muchas otras jurisdicciones europeas que distinguen entre las OICVM, las IIC que no sean OICVM, pero que resulten aptas para la inversión de cualquier inversor particular, y las IIC dirigidas sólo a inversores profesionales o a institucionales.

3.2. La flexibilización del régimen de inversiones y operaciones de las IIC de carácter financiero

Junto con la eliminación del sistema de tipologías cerradas, la otra gran innovación en el régimen de

inversiones de las IIC es la liberalización de sus políticas de inversión. Tradicionalmente, la Directiva OICVM permitía casi exclusivamente la inversión en valores mobiliarios negociados en mercados regulados u organizados o en proceso de admisión a negociación. En este sentido, la Ley 46/1984 y su desarrollo reglamentario había introducido, basándose en el principio de tipología cerrada y en unas normas cuyo principal objetivo era garantizar la solvencia de la IIC, algunos nuevos tipos de IIC (como, por ejemplo, las IIC de fondos, los FIME, los FIMP y FIMS) y cierta flexibilidad en las normas de inversión de los tipos existentes (permitiendo, por ejemplo, la inversión en derivados), que ampliaban el estrecho marco de la Directiva OICVM.

La Directiva 2001/108 amplía la lista de nuevas inversiones aptas para los OICVM a todos aquellos valores e instrumentos financieros que se habían permitido ya por la legislación española e incluso a algunos más. Esta lista de nuevos instrumentos de la Directiva 2001/108 incluye, en rasgos generales y sin detenerme en las condiciones y requisitos que la Directiva exige para cada uno de ellos, a otras IIC (OICVM o no), depósitos bancarios a la vista o con plazo inferior a doce meses en entidades de crédito supervisadas prudencialmente, instrumentos financieros derivados negociados o no en mercados organizados y, finalmente, instrumentos monetarios no negociados en mercados o sistemas de negociación pero emitidos por ciertos emisores que la Directiva considera suficientemente solventes.

Sin embargo, como habíamos comentado, aunque la Directiva 2001/108 tiene el mismo enfoque que nuestra reciente norma legal y gran parte del artículo 30 de la Ley 35/2003, que se ocupa de regular los activos aptos para la inversión, reglas sobre inversio-

nes y obligaciones frente a terceros, es muy parecido a los artículos correspondientes de la Directiva 2001/108, lo cierto es que la Ley 35/2003 llega más allá de lo previsto en la Directiva. Como ya habíamos mencionado, esta es una opción que la propia Directiva OICVM permite. En este sentido, la Ley 35/2003 aunque transcribe expresamente las inversiones aptas de la Directiva 2001/108, incluyendo hasta los más mínimos requisitos y condiciones⁶, luego, por otra parte, parece extender de forma casi ilimitada las inversiones aptas incluyendo entre éstas, en términos generales, la inversión en otros valores o instrumentos financieros distintos de los previstos en el citado artículo⁷. Como puede fácilmente deducirse de este análisis, el alcance de esta liberalización en los activos aptos dependerá fundamentalmente de la medida en la que las IIC puedan invertir en «otros valores o instrumentos financieros distintos de los previstos en el citado artículo». Si se dota a las IIC de una suficiente libertad para invertir en este tipo de valores o instrumentos financieros, la trascendencia de la reforma será sustancial, mientras que, por otra parte, esta flexibilidad se verá sustancialmente cercenada si la inversión en otros valores o instrumentos financieros distintos de los previstos en el citado artículo (que son las inversiones típicas de un OICVM) sólo se permiten respecto de un porcentaje marginal de los activos de la IIC (por ejemplo, un 5 o un 10%). En cualquier caso, resalta como relevante la ausencia de ninguna consideración sobre la posibilidad de invertir en derivados de crédito.

Además de esta flexibilización de los activos aptos, también se liberaliza la realización de determinados tipos de operaciones más allá de lo permisible de conformidad con la Directiva. Así, La Ley 35/2003 prohíbe la realización de ventas al descubierto⁸ sólo

⁶ En mi opinión, se pueden advertir en el art. 30 de la Nueva Ley algunas imprecisiones, incoherencias o diferencias respecto del texto de la Directiva fruto principalmente de la utilización de terminología de la Ley de Mercado de Valores española como equivalente a términos de la Directiva 2001/108, cuando en la realidad no lo es, a añadidos de condiciones y requisitos más estrictos que los que existen en la Directiva y, además, a lo que parecen ser errores de transcripción de la Directiva.

⁷ La Ley 35/2003, no obstante, prohíbe a las IIC que adquieran metales preciosos cualquier otro tipo de materia prima o de bienes muebles o inmuebles diferentes de los contemplados en el art. 30. En cualquier caso, la lista de activos e instrumentos financieros enumerada en la Ley 35/2003 es suficientemente amplia para incluir la mayoría de los que normalmente se negocian en los mercados.

⁸ Es decir, la venta de activos que la IIC no posee en cartera. Las ventas del descubierto se puede realizar mediante la contratación de un futuro (operación que estaba permitida) o mediante la toma de los valores en préstamo para su simultánea venta. La venta al descubierto permite obtener ganancias en un valor negociable cuando éste está disminuyendo de precio en el mercado.

en determinados tipos de activos, por lo que, *sensu contrario*, las ventas al descubierto del resto de instrumentos habrán de considerarse permitidas. En este sentido, es interesante resaltar que la Directiva OICVM sigue manteniendo la prohibición a los OICVM de realizar cualquier venta al descubierto. Además, la Nueva Ley permite al reglamento flexibilizar los límites de endeudamiento de las IIC acompañando esta flexibilización de obligaciones de transparencia específicas, cuando, por el contrario, dichos límites siguen siendo muy estrictos en la Directiva OICVM.

En cualquier caso, aún es pronto para valorar los efectos de la reforma. Todas estas medidas liberalizadoras siguen estando condicionadas en gran medida por el desarrollo reglamentario, puesto que se le ha habilitado a determinar cuestiones cruciales relativas a las normas de inversiones al remitirse a éste los límites y condiciones a los que deberán ajustarse las inversiones, directas o indirectas, de las IIC de carácter financiero y el riesgo global máximo de sus operaciones y, otras cuestiones, como el establecimiento de los distintos coeficientes de diversificación. En este sentido, el talante liberalizador del nuevo régimen se deberá observar precisamente en el tratamiento de estas diferencias con la Directiva OICVM: las inversiones en los valores e instrumentos financieros distintos de los mencionados en el artículo 30 de la Ley 35/2003, las ventas al descubierto y el endeudamiento y el riesgo global o de diversificación y las condiciones de utilización de derivados. Al final, un exceso de rigidez en estas materias podrían hacer perder gran parte de su eficacia.

Además, cabe advertir que la desaparición de tipologías en las IIC de carácter financiero pueden dificultar en cierta medida el diseño de este reglamento. La Ley 35/2003, al huir de forma tan radical de la existencia de clasificaciones y tipologías, no parece casar demasiado bien con la imposición de límites diferentes para distintos *tipos* de IIC en buena parte de los casos. Por ejemplo, la norma legal habilita para establecer distintos límites de diversificación (es decir, el importe máximo que se puede invertir en activos o instrumentos financieros de un mismo emisor), tanto superiores como inferiores al establecido en la Ley, dependiendo de la naturaleza de la IIC, del partícipe o de los activos en los que se

invierte, pero, por ejemplo, no parece habilitar a que se establezcan distinciones en los límites máximos a la inversión en un mismo tipo de instrumento. Esto parecería facultar al reglamento para que establezca distinciones en los coeficientes de diversificación para IIC que se especialicen en invertir en otras IIC, pero exigiría, por ejemplo, el establecimiento de un límite único y común para la inversión en valores o instrumentos distintos de los específicamente enumerados en el artículo 30 de la Ley 35/2003. Por tal razón, aunque se ha anunciado desde instancias políticas la creación de los fondos para institucionales y que éstos gozarán de una libertad casi total (lo que sería, sin duda, una gran noticia porque permitirían desarrollar a gestoras españolas los estilos de gestión alternativa y productos sofisticados que demandan este tipo de inversores), lo cierto y verdad es que la creación de esta tipología puede tener mal encuadre en una norma que pretende precisamente abolir de forma tan drástica toda tipología cerrada.

En cualquier caso, puestos a elegir entre unas normas de inversión comunes restrictivas o más flexibles, si la Nueva Ley pretende abandonar el enfoque en la limitación de los activos aptos para la inversión y se cree que las restricciones a las políticas de inversión de las IIC podrían convertirse en un freno para que la inversión colectiva española pueda satisfacer las aspiraciones de una base de inversores cada vez más exigente y diversa, tal y como reza la propia exposición de motivos, tendría todo el sentido, ya que no se ha optado por una tipología abierta, dotar de toda la flexibilidad posible al régimen de inversiones de las IIC y tomar como punto de comparación en cuanto a los tipos de activos aptos, no el régimen de las OICVM, sino la práctica de la gestión colectiva en otros países de nuestro entorno económico. Como ya habíamos comentado, la creación de IIC que no cumplan con las disposiciones de la Directiva OICVM es una práctica habitual en todos los países de la Unión Europea y no vulnera sus normas, siendo la única consecuencia para estas IIC que no pueden beneficiarse del régimen de libertad de comercialización que se establece en la Directiva para las OICVM. La experiencia demuestra que estas IIC no armonizadas son un sector pujante, sobre todo, entre inversores profesionales e institucionales, que la mayoría de los países de nuestro entorno, sobre todo, en la Unión Europea, están permitiendo la creación de este tipo de IIC no armo-

nizada (aunque, eso sí, manteniendo las debidas cautelas respecto del tipo de inversor al que se le pueden ofrecer) y que la innovación en productos y servicios de gestión colectiva ha surgido precisamente de su seno, siendo, posteriormente, objeto de armonización cuando se han ido generalizando en la mayoría de los países de la Unión Europea. Al final, el problema es que, en un mercado financiero único como el europeo, los grandes inversores institucionales y, en gran medida, los profesionales tienden a dirigirse a aquellos mercados más innovadores. Además, como antes o después estas IIC terminan armonizándose a nivel comunitario, en ese momento, las industrias nacionales que las han desarrollado tienen una mayor experiencia y una ventaja competitiva respecto de las industrias nacionales con un entorno menos libre. Finalmente, el establecimiento de límites superiores a los de la Directiva 2001/107 no impediría que la propia IIC diseñara sus propias reglas de inversión para que cumplieran la Directiva OICVM y así obtener esta condición.

No obstante, al final, el alcance de esta reforma sólo se podrá evaluar cuando se publique el reglamento. El nuevo reglamento tiene un margen suficiente como para seguir la línea liberalizadora de la reforma o, por el contrario, optar por una libertad mucho menor o incluso que, en lo sustancial tomara como punto de referencia las disposiciones de la Directiva OICVM. No sería la primera vez que la figura de los fondos para institucionales quedara fuera del desarrollo reglamentario tras una reforma⁹ aunque no parece que sea ahora ésta la intención.

3.3. Otras modificaciones de interés del régimen de las IIC de carácter financiero

Aparte de las citadas medidas en relación a la tipología y las normas de inversión, la Nueva Ley introduce también algunas interesantes novedades no directamente relacionadas con las principales líneas de reforma de las Directivas. Pertenecen a este conjunto de innovaciones, por ejemplo, la autorización de creación de las IIC por compartimentos o la posibilidad de distinguir entre clases de participaciones y series de acciones.

La introducción de los IIC por compartimentos en nuestro derecho era una demanda tradicional de INVERCO. Los Estados miembros en los que se constituyen la mayor parte de las OICVM comercializadas en la Unión Europea hace largo tiempo ya que permitían la creación de IIC *paraguas* (figura análoga a las IIC por compartimentos). Las IIC por compartimentos permiten a las IIC, bajo un único contrato constitutivo y reglamento de gestión o estatutos sociales, agrupar dos o más compartimentos que dan lugar a la emisión de sus propias participaciones o acciones representativas de la parte del patrimonio que se les atribuye y responden únicamente de los costes, gastos y demás obligaciones expresamente atribuidos a ese compartimento. Estos compartimentos funcionan de forma independiente con políticas de inversión propias y permiten crear toda la gama de productos de gestión colectiva bajo el marco de un único Fondo o Sociedad de Inversión. Quizás la cuestión más interesante en estas IIC *paraguas* es la de la responsabilidad del patrimonio atribuido a un compartimento respecto de las obligaciones, costes y gastos atribuidos a otros compartimentos. La solución no es necesariamente común en todas las jurisdicciones, aunque, en general, existe la tendencia de permitir optar a las IIC *paraguas* entre un régimen de responsabilidad u otro en sus documentos constitutivos. La Nueva Ley, sin embargo, opta por imponer un régimen de responsabilidad independiente y separado por compartimentos de tal forma que cada compartimento se aísla en términos de responsabilidad frente a las potenciales pérdidas de otros compartimentos (incluso de la totalidad de su patrimonio), lo que parece lógico en un mercado como el nuestro en el que los compartimentos probablemente se percibirán como fondos independientes.

Por otro lado, la Nueva Ley permite diferenciar las comisiones que se aplicarán a los inversores en las distintas clases de participaciones y series de acciones. Esta novedad, que también hace tiempo que es práctica habitual en otras jurisdicciones de la Unión Europea¹⁰, permite diferenciar las comisiones entre

⁹ Los Fondos para Institucionales ya se encontraban previstos como figura en la Ley 46/1984, desde la reforma realizada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley de Mercado de Valores, sin embargo, dicha figura se excluyó conscientemente del desarrollo reglamentario que se realizó por el Real Decreto 91/2001, de 2 de febrero.

¹⁰ Aunque, en estos países, parece que también se permite hacer distinciones entre clases de participaciones o acciones por otras razones, como, por ejemplo, la divisa de denominación o de negociación.

los distintos inversores dependiendo de, por ejemplo, el importe de la inversión o su grado de sofisticación. Esta posibilidad resulta muy útil desde el punto de vista de estrategia comercial puesto que, en muchas ocasiones, los inversores institucionales no están dispuestos a efectuar sus importantes inversiones al nivel de comisiones que se les cobran de forma generalizada a los particulares por sus pequeñas aportaciones al fondo común.

La Nueva Ley también introduce algunos importantes cambios en las normas de las IIC de carácter financiero de forma societaria. En primer lugar, elimina la posibilidad de crear sociedades de inversión de capital fijo, quedando las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV) como único tipo de IIC de carácter financiero con forma societaria. La Nueva Ley establece un plazo máximo de hasta el 5 de febrero del 2006 para que las SIM actualmente existentes se transformen en SICAV o bien pierdan su condición de IIC. En segundo lugar, se elimina la obligación por parte de las SICAV de solicitar su admisión a negociación en Bolsa de Valores. En el actual régimen, las Sociedades de Inversión de Capital Variable tienen una obligación de obtener la admisión a cotización oficial en una Bolsa de Valores. La liquidez a los inversores se le da precisamente a través de la negociación de las acciones en la Bolsa y del cumplimiento de una serie de obligaciones de la SICAV de proporcionar liquidez a sus acciones y de intervenir para que su cotización no se aleje en la Bolsa de su valor teórico. Con la Nueva Ley, aunque las SICAV podrán también comercializar sus acciones a través de la Bolsa, en términos generales, las acciones de las SICAV se emitirán y recomprarán por la propia SICAV a solicitud de cualquier interesado al valor liquidativo que corresponda a la fecha de solicitud. Su régimen será pues similar al que rige para la suscripción y reembolso de las participaciones de los Fondos de Inversión. Dado que la liquidez de las acciones de la SICAV no se proporcionará por la negociación en la Bolsa, sino por la SICAV mediante la adquisición de sus propias acciones a valor liquidativo, también se exonerará a las SICAV de cumplir con el régimen de ofertas públicas de adquisición de valores (OPA).

Existen otras modificaciones que afectan al régimen y a procedimientos de autorización de las IIC de forma general (como, por ejemplo, la eliminación del requisito de constituir los Fondos de Inversión mediante escritura pública), o a algún tipo de ellas (por ejemplo, las IIC extranjeras comercializadas en España), pero los más relevantes desde mi punto de vista ya se han tratado.

4. MODIFICACIONES RELEVANTES DEL RÉGIMEN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS

4.1. Modificaciones derivadas principalmente de la armonización comunitaria

Como ya hemos comentado, la Directiva 2001/107 ha armonizado, por primera vez, las condiciones de acceso y de ejercicio de la actividad de las Sociedades Gestoras de OICVM en el ámbito comunitario. A diferencia de otros Estados Miembros, en los que la nueva normativa supondrá para las Sociedades Gestoras de OICVM pasar de un entorno muy poco regulado a un régimen mucho más estricto de acceso y ejercicio de su actividad, la transposición de las disposiciones de la nueva Directiva 2001/107 a la normativa española debería, en términos generales, conllevar un relajamiento y flexibilización de las normas que someten la actividad de las Sociedades Gestoras españolas. Si se comparan las restricciones a la actividad que se encuentran actualmente establecidas en nuestro país con las disposiciones de la Directiva 2001/107, la conclusión general es que la mayoría de los requisitos que suponen una novedad en la Directiva 2001/107 son ya condiciones de acceso y ejercicio de la actividad para las Sociedades Gestoras españolas consagradas desde hace años y que, en otros casos, los requisitos comunitarios se fijan en un nivel muy inferior a los correlativos españoles¹¹. En un principio, el marco de actuación y de desarrollo de la normativa por los legisladores nacionales es, en el aspecto de la transposición de las condiciones de acceso y ejercicio de la actividad de Sociedad Gestora de OICVM, mucho más reducido que en el de los OICVM. Al ser los requisitos de la Directiva 2001/107 unas condiciones

¹¹ Por poner un ejemplo, los requisitos de capital inicial en la Directiva 2001/107 son de un mínimo de 125.000 Euros mientras que en la normativa española actual son 300.000 Euros. También los recursos propios mínimos a mantener dependiendo del volumen de carteras gestionadas de acuerdo a la Directiva son significativamente más reducidos que los que se establecían en la normativa española.

mínimas para ejercer la actividad como Sociedades Gestoras de OICVM, no se pueden atenuar los requisitos establecidos en la Directiva OICVM o ampliar el número de sus actividades sin hacer peligrar su consideración de Sociedad Gestora de OICVM y de la naturaleza de OICVM de las IIC que gestionan. Además, por otro lado, no tiene sentido establecer unas condiciones mucho más onerosas para las Sociedades Gestoras españolas, cuando se pueden constituir Sociedades Gestoras de OICVM para que presten sus servicios en toda la Unión Europea (incluida España) que no precisen cumplir con estos requisitos nacionales, porque esta medida sería, probablemente, un fuerte desincentivo para la localización de Sociedades Gestoras en nuestro país. Por tales razones, la normativa española de las Sociedades Gestoras debería ser muy similar a la Directiva 2001/107 en términos generales.

Otra importante innovación de la Directiva 2001/107 es la ampliación de las actividades de las Sociedades Gestoras de OICVM. Tradicionalmente, la actividad de gestión de las Sociedades Gestoras era exclusiva, es decir, las Sociedades Gestoras sólo podían dedicarse a gestionar OICVM y, en su caso, IIC que no tuvieran dicha condición. Ahora, la Directiva 2001/107, aparte de considerar *gestión* de una IIC a su comercialización, cuestión que ya interpretaba así la actual normativa española, permite a los Estados Miembros autorizar a las Sociedades Gestoras de OICVM a prestar, como nueva actividad principal, servicios de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversiones (incluidas las pertenecientes a fondos de pensiones) en virtud de un mandato otorgado por los inversores, siempre que estas carteras incluyan valores o instrumentos financieros de los contemplados en la Directiva de Servicios de Inversión, y, como servicios accesorios, el asesoramiento sobre inversiones en uno o varios de estos instrumentos y la custodia y administración de participaciones y acciones de IIC. En este punto, la Ley 35/2003 amplía las actividades de las Sociedades Gestoras al máximo que permite la Directiva 2001/107.

Igualmente, la Nueva Ley prevé que las Sociedades Gestoras podrán delegar parcial o totalmente la gestión de los activos que integren los activos de las IIC que gestionen. Aunque la determinación de las

condiciones a los que se deberá someter dicha delegación se dejan al desarrollo reglamentario, resulta ciertamente llamativo que se haya eliminado el requisito omnipresente en la regulación anterior de que los activos cuya gestión se delegue fueran extranjeros. Esta eliminación parece sugerir una flexibilización del régimen anterior que guarde mayor coherencia con el régimen establecido en la Directiva 2001/107 (pero que no es de obligada transposición).

Por último, la última innovación que introduce la Nueva Ley como resultado de la transposición del nuevo régimen de Sociedades Gestoras de OICVM a la que me referiré es precisamente la regulación de la posibilidad que tendrá cualquier Sociedad Gestora de OICVM de prestación de servicios de forma transfronteriza en otros Estados Miembros de la Unión Europea. La aplicación del régimen del pasaporte a las actividades de Sociedad Gestora de las OICVM permitirá a aquellas Sociedades Gestoras de OICVM establecidas en otros Estados miembros de la Unión Europea que cumplan con las normas de armonización de la Directiva 2001/107 prestar sus servicios en España, bien mediante el establecimiento de una sucursal o mediante la libre prestación de servicios y, recíprocamente, a las Sociedades Gestoras españolas prestar también sus servicios en otros Estados de la Unión Europea de la misma forma. Este nuevo régimen puede ser un acicate para la competencia de servicios en este sector.

4.2. El ejercicio de los derechos políticos

Aparte de las modificaciones anteriores que se deducen básicamente de la transposición de las disposiciones de la Directiva 2001/107, la Nueva Ley también introduce alguna modificación que tiene poco o nada que ver con este régimen comunitario. Entre estas, destaca por la notoriedad y controversia que ha alcanzado la nueva obligación de las Sociedades Gestoras de ejercer, en beneficio exclusivo de los partícipes, todos los derechos inherentes a los valores integrados en los Fondos de Inversión que gestiona, especialmente el derecho de asistencia y voto en las juntas generales, en aquellos supuestos en los que se establezca esta obligación reglamentariamente en atención a la relevancia cuantitativa y al carácter estable de la participación del fondo en la sociedad.

Esta medida ha suscitado alguna polémica, primero, porque suponía un cambio conceptual radical en este ámbito y, segundo, porque el ejercicio de derechos políticos se configuraba como una obligación y no como facultad. Dicha medida, efectivamente, supone un cambio de orientación en cuanto a la mentalidad del legislador en esta materia. Las propias normas de las IIC conceptúan las inversiones de las IIC como minoritarias y prohíben expresamente las tomas de participaciones en una sociedad que puedan permitir a la IIC ejercer una influencia notable. Por tal motivo, no es extraño que existiera cierto consenso sobre que la actuación más acorde con la naturaleza de las IIC era precisamente abstenerse en el ejercicio de los derechos políticos. No obstante, también hay que reconocer que es una realidad cada vez más frecuente que algunas IIC sean accionistas significativos de sociedades cotizadas y que, en algún caso, su actuación ha conllevado un mayor nivel de exigencia en el campo del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en las que participaban. Por tal motivo, el trasfondo de esta novedad es sencillo y tiene su justificación en la mejora del gobierno corporativo (que se ha convertido de forma ostensible en una de las preocupaciones de nuestro Gobierno en esta legislatura). Se considera que la participación activa de las Sociedades Gestoras de fondos de inversión en el gobierno de las sociedades mejorará de forma sustancial su funcionamiento. En cualquier caso, la crítica principal que se ha vertido ha sido precisamente su configuración como una obligación, porque aunque es cierto que resulta de lo más lógico que se imponga a las Sociedades Gestoras una obligación de actuar y ejercer, en su caso, los derechos políticos y de asistencia en interés de sus partícipes en las sociedades que participan y una facultad de ejercerlos cuando la participación sea importante, ello no significa que el interés del inversor reclame en todos los casos que la Sociedad Gestora ejercite esos derechos. Puede ocurrir perfectamente que lo que recomiende el interés del accionista es que la Sociedad Gestora no asista, no vote o no ejerza estos derechos en absoluto, sobre todo, cuando por su propia naturaleza y sus normas

de inversión su participación en la sociedad cotizada no puede nunca permitir a la IIC ejercer una influencia notable en la sociedad. Al final, parece que existen medidas mucho más directas de mejorar el gobierno corporativo y, hasta dónde yo sé, se trata de una opción muy inusual en los países de nuestro mismo contexto. En cualquier caso, la configuración definitiva de esta obligación se deberá analizar sobre la base del desarrollo reglamentario de la Nueva Ley.

5. OTRAS NOVEDADES

5.1. Normas de publicidad, transparencia y protección a los inversores

En este apartado, me parece conveniente analizar no sólo las normas que más estrictamente se califican como de protección a los inversores, sino también las normas de transparencia, e información a los inversores, porque, en mi opinión, todas estas normas deben tener un tratamiento unitario, ya que, al final, la mejor protección del inversor es precisamente que éste reciba una información clara, veraz y precisa sobre las características de las IIC en las que invierte.

En este aspecto, sin embargo, cabe afirmar que, aparte de llevar a cabo una ordenación y sistematización de los derechos de los inversores en IIC y de regular la obligación para las Sociedades Gestoras de tener un departamento de atención al cliente y la figura del defensor del cliente, en términos similares a los que se establecieron para otras entidades financieras en la Ley 44/2002, de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, lo cierto es que la Nueva Ley no introduce grandes novedades. Ciertamente es que alguna innovación sí que presenta la Nueva Ley respecto del régimen anterior. Por ejemplo, se crea la obligación de preparar un informe semestral, se introduce alguna información adicional de tipo cuantitativo sobre las IIC como los gastos de la IIC expresados como porcentaje sobre su patrimonio, o se modifican las obligaciones de entrega a la información en el momento de suscripción¹² o de forma periódica¹³.

¹² Frente a la obligación actual de entregar el folleto, del último anual y el último semestral en el momento de la suscripción, la Nueva Ley sólo obligará a la entrega del folleto simplificado y el último informe semestral y sólo previa solicitud expresa del inversor también el informe anual y trimestral.

¹³ Frente a la obligación actual de remitir de forma periódica los sucesivos informes trimestrales o anuales, la Nueva Ley no exige la remisión del informe trimestral salvo que lo pida el inversor.

Sin embargo, a mi parecer, el mayor reto desde el punto de ordenación y supervisión del sector de la gestión colectiva se encuentra precisamente aquí, en las normas de transparencia e información a los inversores. Desde mi punto de vista, lo básico de la cuestión es que, a partir de ahora, si efectivamente se llegan a flexibilizar tanto las normas de inversión como parece defender la propia exposición de motivos de la Ley 35/2003, el cumplimiento del principio de transparencia requerirá que el folleto se convierta en la pieza central del sistema al atribuírsele la tarea de definir con claridad la vocación inversora y los riesgos que comporta la inversión en esa IIC, así como determinar las particulares reglas de actuación y normas de inversión de esa IIC. En este sentido, a mi parecer, debería avanzarse en el camino de introducir en la documentación informativa de la IIC una mayor información cualitativa. En el folleto, debería incluirse una explicación razonada y fácilmente comprensible para los inversores a los que se dirija la IIC sobre lo que concretamente pretende hacer el gestor con el dinero aportado (su vocación, política y estrategia inversora), los riesgos que comporta su estrategia y las normas y restricciones adicionales a los que se comprometa a someter su actuación. En los informes periódicos, debería incluirse una explicación razonada sobre las decisiones tomadas por el gestor y un análisis del gestor sobre las expectativas y evoluciones futuras, para así permitir al inversor el adoptar una decisión informada y razonada. En mi opinión, con el antiguo régimen de IIC, se ha puesto demasiado énfasis en nuestro país en el grado de información cuantitativa que proporcionaban las IIC y en la agilización de los procedimientos de autorización (favoreciendo la absoluta estandarización de sus folletos), y no tanto en la información cualitativa sobre la actuación del gestor. La verdad es que no parecen servir de mucho para hacerse una idea informada sobre las características, nivel de riesgo, y profesionalidad e intenciones de los gestores de una determinada IIC las referencias genéricas que existen en los modelos normalizados sobre que la IIC va a invertir en instrumentos financieros derivados (de forma genérica) o que esa IIC va a cumplir con la normativa española aplicable (lo cuál por otra parte ya normalmente se asume). Por otra parte, la información cuantitativa sobre la IIC, aunque profusa, puede decirle bastante poco a un inversor sobre el desempeño del gestor, si

no se compara con otros datos o variables relevantes o no se procesa adecuadamente. De hecho, el énfasis en la información cuantitativa provoca en determinados momentos un exceso de información que puede no resultar muy útil al inversor, sobre todo, si no es sofisticado. En mi opinión, se podría hacer mucho aún en el perfeccionamiento de esas obligaciones de transparencia en el sentido, por ejemplo, de exigir a la Sociedad Gestora o a la IIC comparar la información cuantitativa de la IIC con otras variables económicas relevantes o con otras IIC de parecida vocación inversora, introducir información cualitativa o exigir explicaciones razonadas sobre la evolución de esas variables cuantitativas de la IIC para informar sobre si la evolución es la esperada en términos absolutos y relativos y, si no lo fuera, razonar las causas de dicha desviación. En este sentido, sería conveniente hacer distinciones sobre el nivel y tipo de información suministrada tanto en el folleto como en los informes dependiendo del tipo de inversor particular no sofisticado, profesional o institucional. Está claro que la información destinada a un inversor particular poco sofisticado debería poner más énfasis en la información cualitativa, la sencillez y la claridad y evitar el uso de términos técnicos, mientras que la información para otros inversores sí podría basarse más en los datos de tipo cuantitativo.

Finalmente y directamente relacionado con el tema de la transparencia, sólo advertir que la Nueva Ley autoriza al Ministerio de Economía y, con su habilitación expresa, a la CNMV para que regulen las actividades publicitarias dirigidas a promover la suscripción y adquisición de participaciones y acciones de una IIC, lo que parece indicar que una disposición de rango reglamentario sustituirá a medio o largo plazo al actual Código INVERCO sobre conductas publicitarias.

5.2. Normas de Conducta

La Nueva Ley regula y sistematiza las normas de conducta a las que están sometidas las Sociedades Gestoras, los depositarios, las IIC de forma societaria y cuya gestión integral no esté encomendada a una Sociedad Gestora (en cuyo caso, será esta la responsable), así como quiénes desempeñen cargos de administración y dirección en todas ellas, sus empleados, agentes y apoderados. Estas entidades están

sometidas al cumplimiento de las normas de conducta de la Ley de Mercado de Valores, las de la Nueva Ley, a las establecidas en desarrollo reglamentario de las anteriores y a las contenidas en sus propios reglamentos internos. La referencia a la Ley de Mercado de Valores despeja, en este sentido, cualquier duda que pudiera suscitarse sobre la aplicabilidad de, por ejemplo, las normas de conducta sobre asesoramiento de inversiones por la existencia de un régimen especial propio para la gestión colectiva.

Además las Sociedades Gestoras seguirán sometidas a un régimen estricto en relación con operaciones vinculadas y estarán obligadas a efectuar sus operaciones sobre activos a precios y en condiciones de mercado, salvo que las operaciones se realicen en condiciones más favorables para las IIC. Esta última previsión es una adaptación de la disposición en la Ley 46/1984 que exigía que las IIC realizaran sus operaciones o a través del mercado o en condiciones más favorables para las IIC. No obstante, esta disposición se aplica a una realidad completamente distinta. Mientras con la actual normativa, las IIC básicamente invierten en activos negociados en mercados organizados o en los que se puede obtener su precio de mercado en una fuente pública de información, con la Nueva Ley, esta situación no tiene por qué continuar siendo así. Las Sociedades Gestoras o las IIC con forma societaria pueden encontrar difícil comprobar si están cumpliendo correctamente con la obligación de adquirir el activo o instrumento financiero a precios de mercado, cuando no exista un mercado o fuente fiable y pública de precios para ese activo que permitan determinar si la inversión cumple con este requisito¹⁴.

Por otra parte, la Nueva Ley endurece y refuerza el deber genérico del depositario de asumir ante los inversores la función de vigilancia y supervisión de la gestión realizada por la Sociedad Gestora, que ya se encontraba en la actual normativa. En la Nueva Ley, estos deberes se refuerzan aún más con nuevas obligaciones y responsabilidades que exigen al Depositario, por ejemplo, pedir a la Sociedad Gestora toda la información que necesite para el ejercicio de sus funciones o comunicar a la CNMV cual-

quier anomalía que detecte en la gestión de las IIC. Al final, parece que el modelo pretendido va en la línea, ya imperante en otros países europeos, de que el depositario se convierta en un supervisor del cumplimiento normativo y de la legalidad vigente por la Sociedad Gestora. Esto probablemente exigirá a los depositarios reorganizar y reforzar internamente esta función respecto de las Sociedades Gestoras y las IIC cuya depositaría les esté encomendada. Además, por otra parte, pero en la misma dirección, la Nueva Ley extrema la exigencia de separación de la actuación de la Sociedad Gestora y el depositario atribuyéndose, en aquellos casos en los que ambas entidades pertenezcan a un mismo grupo, la función de evaluar la separación entre ambas a una comisión independiente en el seno de la Sociedad Gestora o de la sociedad de inversión e imponiendo la obligación de preparación de un informe periódico que deberá remitirse a la CNMV y que puede conllevar, en caso de ser desfavorable, la sustitución del depositario por otra entidad ajena al grupo.

5.3. El régimen de supervisión, intervención y sanción administrativa

Finalmente cabe mencionar, aunque sea brevemente, que se ha depurado el régimen de supervisión, intervención y sanción administrativa. La Nueva Ley no sólo ha aumentado las causas de revocación y regulado las causas y procedimiento para acordar la suspensión de la autorización, sino que ha mejorado técnicamente el régimen de infracciones y de sanciones existente, tipificando un buen número de nuevas infracciones muy graves, graves y leves, añadiendo alguna procedente de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e intervención de las Entidades de Crédito, y estableciendo unas sanciones muy parecidas a las establecidas en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Finalmente, la Nueva Ley ha eliminado las constantes remisiones que realiza el actual régimen de IIC a la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito, adaptando eso sí su contenido a la gestión colectiva y evitando así cualquier posible problema de interpretación que produjeran estas constantes remisiones.

¹⁴ Piénsese, por ejemplo, en el caso de los instrumentos financieros derivados no negociados en mercados organizados o en el de los depósitos bancarios.

6. CONCLUSIÓN

En términos generales, la reforma parece apuntar *a priori* en la dirección correcta, identificando los principales problemas que aquejan a la gestión colectiva y procurando, con mayor o menor acierto (eso siempre es muy discutible) resolverlos. No obstante, habrá que estar al análisis del desarrollo reglamentario para enjuiciar el alcance y trascendencia de la reforma, puesto que las remisiones constantes a éste dejan cuestiones básicas a su determinación. En cualquier caso, no todo pueden ser alabanzas para la Nueva Ley. También se le pueden achacar algunos defectos: abusa en exceso de la remisión reglamenta-

ria, su calidad técnica y su ordenación sistemática es, en ciertos aspectos, claramente mejorable, y no está, a mi juicio, libre de imprecisiones, dudas y oscuridades, errores e incluso incoherencias con las Directivas transpuestas. Además, queda un tema muy importante por resolver, la eliminación de los obstáculos de orden práctico para que las IIC españolas puedan comercializarse en otros países de la Unión Europea. En cualquier caso, y a pesar de lo dicho, a mi juicio, la valoración de conjunto de la Nueva Ley aún deberá considerarse positivo en el supuesto de que su desarrollo reglamentario afiance el esfuerzo y talante liberalizador del que goza aquella.

