

cionada sección únicamente se publican anuncios ordenados por juzgados o tribunales de justicia. Ello determinaría que este tipo de anuncios deberían insertarse dentro de la Sección V «Anuncios Particulares».

No obstante, esta solución plantea asimismo dudas, a la luz de la finalidad perseguida con la publicación del contenido esencial de la decisión de apertura del concurso, puesto que esta alternativa supone separar injustificadamente los anuncios relativos a la apertura de procedimientos concursales decretados por los tribunales de otros Estados miembros de los anuncios referidos a la apertura de concursos decretados por tribunales españoles. Ello pudiera dar lugar a que por parte de algún acreedor afectado por la resolución judicial de apertura del concurso proveniente de un tribunal comunitario se alegase un defecto en la forma de la publicación de la apertura del concurso, por no ubicarse en el lugar donde naturalmente un acreedor lo buscaría, esto es, en el apartado dedicado a decisiones de tribunales de justicia.

Hasta hace poco tiempo, la autoridad encargada del Boletín Oficial del Estado se había negado categóricamente a la publicación del anuncio de apertura de un procedimiento de insolvencia conforme al Reglamento dentro de la Sección IV, reservada a los anuncios emitidos por la administración de justicia, admitiendo únicamente este tipo de anuncios dentro de la Sección destinada a Anuncios Particulares. No obstante, el 29 de julio de 2005 el BOE admitió la publicación de un anuncio de apertura de concurso dictado por un tribunal inglés y solicitada por dos administradores concursales en la Sección IV (Administración de Justicia), dentro del encabezamiento «Juzgados de lo Mercantil» y bajo el subtítulo «Londres», y ello a pesar de que el anuncio iba firmado por los administradores concursales británicos. Con esta original solución se consiguió dar cumplimiento a los requisitos de publicidad exigidos por el Reglamento comunitario a la vez que eliminar el riesgo de posibles impugnaciones por defectos en la publicación del anuncio.

**EDUARDO TRIGO SIERRA Y  
ELENA GUTIÉRREZ GARCÍA DE CORTÁZAR (\*)**

\* Abogados del Departamento de Derecho Público y Procesal de Uría Menéndez (Madrid).

## **EL NUEVO REGLAMENTO DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA**

### **Trascendencia y efectos de la reforma**

El pasado 8 de noviembre se publicó en el BOE, entrando en vigor al día siguiente, el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento (el «Nuevo Reglamento») de la Ley 35/2003 (en adelante, la «Ley 35/2003» o la «Nueva Ley»), de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, «IIC»), y se adapta el régimen tributario de las IIC.

La aprobación del Nuevo Reglamento ha llegado con bastante retraso. La Ley 35/2003 se publicó el 5 de noviembre de 2003 y entró en vigor el 5 de febrero de 2004. Esta tardanza ha generado cierta ansiedad en el sector, pues una reforma tan sustancial del régimen jurídico aplicable a las IIC, sus Sociedades Gestoras (en adelante, «Sociedades Gestoras») y sus depositarios como la llevada a cabo por la Ley 35/2003 no podía ver desplegados, en muchos aspectos, sus efectos hasta la entrada en vigor de un reglamento que no acababa de fraguar. El Nuevo Reglamento despeja las principales incógnitas generadas por la Nueva Ley y, por tal motivo, su trascendencia es doble. No sólo incorpora sus propias innovaciones a nuestro ordenamiento, sino que, además, permite la entrada en vigor efectiva de numerosas novedades introducidas ya por la Nueva Ley, pero que, a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la «CNMV»), no podían aplicarse por carecerse del correspondiente desarrollo reglamentario.

La finalidad de este artículo es destacar las principales novedades e innovaciones que se introducen por el Nuevo Reglamento. A los efectos de permitir una mayor claridad en la exposición, este análisis se divide en cuatro grandes apartados correspondientes, el primero, a la flexibilización de las políticas de inversión, el segundo, a la remoción de los obstáculos a la comercialización de IIC españolas en el extranjero, el tercero, a otras innovaciones del Nuevo Reglamento que afectan a las IIC y a las Sociedades Gestoras, y el cuarto, a las cuestiones pendientes de desarrollo y la adaptación de las IIC al Nuevo Reglamento. El último apartado recogerá la conclusión del análisis.

### **La flexibilización de las políticas de inversión**

La flexibilización de las políticas de inversión se ha llevado a cabo mediante la creación de una tipolo-

gía de IIC abierta y flexible, la modificación de las normas generales de inversión y la creación de nuevos tipos de IIC.

El Nuevo Reglamento ha establecido una tipología abierta y flexible que no encasilla a las IIC en tipos cerrados, sino que distingue entre grandes tipos abiertos que dependen del inversor al que se dirigen y que cuentan con gran flexibilidad de actuación y de diseño. La tipología no se establece de forma directa, sino a través de la distinción entre IIC sometidas a disposiciones comunes y especiales. Las primeras están sujetas a las disposiciones comunes sobre activos aptos para la inversión, sobre la inversión en valores no cotizados, normas para la diversificación del riesgo, requisitos para la inversión en instrumentos financieros derivados, liquidez y obligaciones frente a terceros contenidas en la Sección 1.º, Capítulo I, Título III del Nuevo Reglamento. La Sección 1ª enuncia sus normas de forma general, pues son reglas aplicables a cualquier IIC de carácter financiero que no esté sometida a las disposiciones especiales, dibujando un marco jurídico muy flexible en el que tienen cabida la mayor parte de las categorías cerradas que estaban en el antiguo reglamento (FIM, FIAMM, FIMF), y bastantes más. La política de inversión de una IIC en este nuevo marco no se define por la pertenencia a una categoría cerrada regulada en la norma reglamentaria, sino que depende del contenido de su folleto. Por tanto, el inversor deberá leer atentamente el folleto informativo de la IIC para averiguar si se trata de un fondo de inversión que invierte en valores negociables, un fondo de fondos, u otro. Este régimen dota de gran flexibilidad al diseño de las políticas de inversión de las IIC, puesto que permite combinar en el folleto informativo los distintos activos aptos a gusto del gestor de inversiones. Por otro lado, las IIC sometidas a disposiciones especiales reguladas por las disposiciones especiales de la Sección 2ª pueden ser de cuatro tipos: IIC españolas que pretendan comercializarse en otros Estados miembros al amparo de la Directiva 85/611/CEE, IIC de inversión libre, IIC de inversión libre o IIC cuya política de inversión se basa en la inversión en un único fondo de inversión. A las IIC sometidas a las disposiciones especiales les son aplicables las reglas sobre IIC de carácter financiero contenidas en el Reglamento con una serie de especialidades contenidas en su correspondiente artículo, aunque las especialidades de las IIC de inversión libre son tan amplias que, en realidad, se puede afirmar que su régimen jurídico es independiente.

Las principales novedades en materia de activos aptos y normas de diversificación son consecuencia de la transposición del nuevo marco comunitario para IIC armonizadas europeas (UCITS III) y el desarrollo de los preceptos de la Nueva Ley. El nuevo marco comunitario permite la inversión de las IIC armonizadas (OICVM o, en terminología anglosajona, UCITS) en 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 y la Nueva Ley considera suficientemente solvente. Aunque algunos de estos activos ya formaban parte del acervo de posibilidades de inversión de las IIC españolas no armonizadas, la mayoría de ellos, no y, además, era preciso adaptar los requisitos y condiciones de la nueva norma con aquellas que se han establecido a nivel general en el marco comunitario. Por tanto, esta nueva situación exigía una nueva reglamentación que ha venido dada por el Nuevo Reglamento. Las normas comunes sobre activos aptos y normas de diversificación del Nuevo Reglamento son bastante similares a las contenidas en UCITS III. Esta opción resulta bastante lógica, porque, aunque la norma comunitaria permite a los Estados miembros establecer disposiciones más restrictivas que las contenidas en la norma comunitaria a las OICVM domiciliadas en su propio territorio y, por supuesto, a las IIC no armonizadas, como las IIC armonizadas de un Estado miembro pueden comercializar sus acciones y participaciones en otro Estado miembro, siguiendo un procedimiento muy simple ante la autoridad supervisora del Estado miembro de comercialización, establecer restricciones a las actuaciones de una Sociedad Gestora española que limiten su capacidad de actuación, de innovar y de buscar mayores rentabilidades a través de su gestión puede poner en una situación competitiva desfavorable a las Sociedades Gestoras españolas frente a sus competidores de otros Estados miembros, que no sufren esas trabas en su actuación. No obstante, aunque la orientación de las normas del Nuevo Reglamento es correcta, parece que se han adoptado en algunos aspectos, particularmente, respecto de IIC y de derivados sobre índices financieros, un criterio distinto, más restrictivo, que la interpretación de UCITS III que, con toda probabilidad, el Comité de Reguladores Europeos de Valores (*The Committee of European Securities Regulators* o CESR) va a adoptar en sus criterios aclaratorios de la defini-

ción de los activos aptos para inversión de los OICVM (las IIC armonizadas). Por tanto, sería deseable que, una vez se adopten unos criterios comunes por CESR, se modificaran los correspondientes artículos del Nuevo Reglamento para acomodarlos al criterio de CESR.

Además, el Nuevo Reglamento ha permitido la concertación de instrumentos financieros derivados sobre riesgo de crédito y volatilidad por parte de las IIC financieras (por ejemplo, el *credit default swap*, el *credit spread option* y las *credit linked notes*). Este instrumento abre numerosas posibilidades a las IIC para la búsqueda de nuevas fuentes de rentabilidad y de cobertura, pero también supone un nuevo factor de riesgo y un instrumento nuevo en cuya concertación las Sociedades Gestoras deberán prestar al principio su mayor atención y cuidar los detalles, tanto jurídicos como económicos, del instrumento.

Otra de las innovaciones del Nuevo Reglamento ha sido la introducción de un coeficiente libre de inversión del 10 % en el que se permite a cualquier IIC de carácter financiero invertir en acciones y activos de renta fija admitidos a negociación en cualquier mercado o sistema de negociación que no cumpla con los requisitos exigidos generalmente, acciones o participaciones de IIC no armonizadas, IIC de inversión libre, IIC de inversión libre, tanto las reguladas en el Nuevo Reglamento, como las instituciones extranjeras similares, valores no cotizados, entidades de capital riesgo españolas y depósitos de entidades de crédito que no cumplan con los requisitos genéricos exigidos por el Nuevo Reglamento. Este precepto es el desarrollo, para las IIC de carácter financiero sometidas a la Sección 1ª, del artículo 30.1.j) de la Ley 35/2003 que permitía que las IIC invirtieran en «otros valores o instrumentos financieros distintos de los previstos en los párrafos anteriores». Estas IIC sólo podrán invertir en aquellos otros valores o instrumentos financieros distintos de los previstos en el artículo 30.1 de la Nueva Ley que se encuentran previstos expresamente por el Nuevo Reglamento. Aunque esto restringe la libertad que parecía otorgar *a priori* la Nueva Ley, lo cierto es que en este 10 % se abren unas posibilidades de inversión muy interesantes.

Las IIC de inversión libre son probablemente una de las novedades más esperadas del Nuevo Reglamento. Su propósito es el de recoger en el ordenamiento jurídico español la figura de los conocidos como *hedge funds*. Como no existe un total consen-

so sobre la definición de *hedge funds* o de gestión alternativa, el Nuevo Reglamento no define a las IICIL como *hedge funds*, ni pretende crear tal concepto o encasillar a estas IIC. Según el Nuevo Reglamento, los IICIL se definen por dos características básicas, que no están sometidas prácticamente a ninguna norma de inversión y que únicamente se pueden comercializar a inversores cualificados. Por tanto, aunque las IIC de inversión libre constituyen el vehículo idóneo para establecer *hedge funds* domiciliados en España, las posibilidades que pone esta figura al alcance de los gestores de inversiones para la innovación financiera son casi ilimitadas, al no estar sometida prácticamente a ninguna restricción en su actuación. Las IIC de inversión libre pueden invertir en cualquier activo o instrumento financiero, incluso en instrumentos financieros derivados cualquiera que sea su subyacente (incluso no financiero, como materias primas), sujetos únicamente a principios generales de liquidez, diversificación y transparencia, pero no a las normas comunes aplicables a las IIC de carácter financiero. Deben establecer en su folleto su límite de endeudamiento, que no puede exceder cinco veces su patrimonio, límite suficientemente amplio y que se ve además potenciado por la ausencia de límite reglamentario al apalancamiento a través de instrumentos financieros (aunque probablemente se deberá indicar un límite en el folleto). Además no le son de aplicación los límites a la pignoración de activos, lo cual tiene su lógica, ya que cualquier entidad financiera que otorgue unos préstamos financieros a unas IIC que pueden asumir tales riesgos solicitará lógicamente una garantía real sobre los activos financieros pertenecientes a la IIC como condición previa a otorgarle la financiación. Además, a esta libertad respecto de su política de inversión, las IIC de inversión libre añaden unas normas más flexibles en otros aspectos, como la posibilidad de ofrecer liquidez a sus inversores y realizar la publicación del valor liquidativo de forma mucho menos frecuente, con periodicidad trimestral o, incluso, semestral, la posibilidad de realizar suscripciones o reembolsos en especie o su no sujeción a los límites de comisiones. Como contrapunto a este régimen de casi absoluta libertad en política de inversión y otros aspectos, las IIC de inversión libre están obligadas a respetar una serie de restricciones que limitan el acceso de los inversores a estas IIC. El objetivo de estos requisitos es evitar el acceso del mercado de inversores minoristas a estas IIC. En particular, los inversores sólo pueden suscribir las IIC de inversión libre mediante desembolso mínimo inicial de 50.000 euros y estas IIC sólo pueden comercializarse a inversores

cualificados tal y como éstos se definen en artículo 39 del Real Decreto 1310/2005 de 4 de noviembre. Asimismo, las IIC de inversión libre estarán sometidas a normas más estrictas en cuanto al control de los conflictos de interés y operaciones vinculadas, control de riesgo, incluyendo realización periódica de ejercicios de simulación, e información al inversor respecto de los riesgos del producto. La CNMV puso el pasado noviembre a información pública un borrador de Circular de la CNMV que desarrollará todas estas cuestiones relacionadas con las IIC de inversión libre.

Los IIC de inversión libre son IIC que invierten mayoritariamente, al menos un 60 % de su patrimonio, en IIC de inversión libre españolas, IIC extranjeras similares domiciliadas en países pertenecientes a la OCDE, e IIC extranjeras no domiciliadas en la OCDE cuya gestión haya sido encomendada a una sociedad gestora sujeta a supervisión con domicilio en un país perteneciente a la OCDE. Las IIC de inversión libre pueden comercializarse a cualquier tipo de inversor y su finalidad es ser precisamente la vía de acceso del mercado minorista al mundo de los *hedge funds*. Se trata pues de un producto especialmente enfocado hacia un inversor particular menos sofisticado y, por eso, están sometidas, salvo por lo dispuesto en su regulación, a las normas generales de inversión y diversificación de las IIC de carácter financiero. Por tanto, la parte de su activo no invertido en IIC de inversión libre o entidades similares que cumplan con los requisitos del artículo 44, deberá invertirse de acuerdo a lo prescrito en las disposiciones comunes de la Sección 1ª. Están además sujetas a un coeficiente de diversificación que les impide invertir más de un 10 % de su patrimonio en una de estas IIC de inversión libre o entidades similares. Tienen liquidez y publicación de valor liquidativo trimestral o, incluso, semestral y pueden realizar suscripciones o reembolsos en especie. Tampoco están sometidas a los límites de comisiones. Por contra, estas IIC están sometidas a normas más estrictas en cuanto a la información al inversor respecto de los riesgos del producto.

Además de estos tipos de IIC, el Nuevo Reglamento también establece unas normas de inversión específicas para los Fondos índice y para los Fondos de Inversión Cotizados (denominados, generalmente, Exchange Traded Funds o ETF), aunque tanto éstos como aquéllos sean formalmente unos fondos sometidos a las disposiciones comunes con unas reglas específicas adicionales. Los Fondos de Inversión Cotizados o ETF, que deben tener como objetivo de políti-

ca de inversión el reproducir un índice que cumpla ciertos requisitos, son básicamente IIC muy líquidas que se negocian en las Bolsas de Valores como si fueran una acción cotizada. Estas IIC se limitan a seguir la evolución de un índice bursátil (por ejemplo, el IBEX 35), y permiten a los inversores obtener una exposición a éste a un coste razonable, pues suelen tener una comisión de gestión muy reducida. El principal escollo que tenía este tipo de IIC era su fiscalidad, pues la existencia de cualquier tipo de retención supone un obstáculo insalvable para este producto financiero. Por eso, junto con su regulación, se ha clarificado, al menos para los ETF españoles, su tratamiento fiscal, equiparándolo al de las acciones y eliminando la existencia de la retención.

#### La comercialización de IIC españolas en el extranjero

Tradicionalmente las Sociedades Gestoras de IIC se han enfrentado a barreras prácticas insuperables en su labor de comercializar sus IIC en el extranjero derivadas de nuestra regulación fiscal y mercantil. Estos escollos pueden tener un efecto ciertamente pernicioso para la competitividad y pervivencia del sector, pues, en esta actividad, se suelen generar importantes economías de escala al gestionar mayores volúmenes de activos. No hay que ser, por tanto, excesivamente avisado para llegar a la conclusión de que tienen más probabilidades de sobrevivir en el entorno competitivo del Mercado Único financiero de la Unión Europea aquellas IIC que capten ahorro en toda la UE que aquellas que lo hagan en un solo país, por mucho éxito que se tenga en éste.

Por tanto, no es, en absoluto, extraño que la eliminación de cualesquiera impedimentos a la comercialización haya constituido una de las demandas tradicionales del sector de la inversión colectiva. Estos obstáculos eran principalmente (1) la prohibición a las gestoras españolas de utilizar cuentas globales en su registro de partícipes o accionistas y (2) la obligación de acreditar la condición de no residente por parte de cualquier inversor en una IIC española. El registro individualizado de partícipes presenta el inconveniente de que las entidades comercializadoras debían entregar sus datos a la sociedad gestora que, por lo general, pertenece a un grupo financiero competidor. Como es natural, las entidades financieras se habían venido negando rotundamente a dar información sobre sus clientes, ya que esa información constituye un importante activo intangible de su negocio. Por otra parte, la acreditación de la condición de residente era un



engorro que entorpecía la comercialización de estos productos. La eliminación de esos obstáculos debía venir de la mano de una norma que permitiera la utilización de cuentas globales y aliviara este último requisito.

El Nuevo Reglamento permite la utilización por parte de las entidades comercializadoras extranjeras de cuenta globales de forma que en el registro de la IIC aparezca únicamente la entidad comercializadora y sea ésta la que mantenga los registros individualizados en nombre de los inversores y clientes finales. Esta forma de registro está sometida a ciertos requisitos, de los que conviene resaltar que sólo se podrá utilizar por entidades comercializadoras residentes en el extranjero para la comercialización transfronteriza de IIC, que no podrán incluirse en cuenta global personas o entidades con residencia fiscal en España o establecimientos permanentes de no residentes en España ni otras entidades intermedias por cuenta de terceros (no caben cuentas globales en el desglose de la entidad comercializadora), y que la entidad comercializadora deberá facilitar a la Administración Tributaria española (pero no a la Sociedad Gestora) la relación individualizada de partícipes o accionistas perceptores o transmitentes, así como una relación anual individualizada de sus clientes con su posición inversora en la IIC a la fecha que determine el Ministerio de Economía y Hacienda. Estos preceptos se encuentran aún pendientes de ulteriores desarrollos y está todavía por ver que el contenido de tales obligaciones de información desarrolladas en el RIIC sean consideradas lo suficientemente lógicas y razonables por las entidades comercializadoras extranjeras como para que comiencen a comercializar IIC españolas. En cualquier caso, si este nuevo régimen no permite, en la práctica, la comercialización activa de las IIC españolas en el extranjero, porque el régimen siga suponiendo un obstáculo a esa comercialización, habrá que modificarlo. Poner trabas al desarrollo de un sector nacional tan pujante en aras de objetivos de política fiscal nacional que se verán en cualquier caso defraudados si el sector nacional se ve sustituido por su homólogo en otros Estados miembros de la Unión Europea parece un lujo que no nos podemos ni debemos permitir.

#### Otras novedades respecto de las IIC y las Sociedades Gestoras

El resto de novedades introducidas por el Nuevo Reglamento merecen también una valoración, en general, muy positiva, porque coadyuvan a crear un

marco más flexible y ágil. Aunque no es posible hacer una enumeración siquiera resumida de todas ellas, sí merecen algunas de ellas alguna mención, siquiera de forma breve y que son las que paso a comentar.

En el tema de las comisiones, se han introducido algunas novedades. La primera es la práctica conocida internacionalmente como *high watermark* respecto de las comisiones de resultados y cuyo objetivo básico es que no se cobren comisiones por resultados que se hayan alcanzado por la IIC o por el inversor en el pasado. La nueva norma exige que si una IIC alcanza un valor liquidativo máximo en un momento de máxima rentabilidad de la IIC o de bonanza en los mercados (la pleamar) y luego se reduce ese valor alcanzado, no se cobren comisiones de resultados hasta que no sea superado ese valor liquidativo máximo. Se establece, no obstante, un límite temporal de tres años y una serie de supuestos en los cuales se puede empezar de nuevo a contabilizar ese nivel. Otra novedad es el establecimiento de comisiones máximas para los fondos inmobiliarios. Además, a pesar de que anteriores borradores no permitían dicha posibilidad, el Nuevo Reglamento ha permitido que los depositarios puedan cobrar comisiones por liquidación de operaciones adicionalmente a las comisiones de depositaría.

Además, hay una serie de novedades que ya se apuntaban en la Ley 35/2003, pero cuyo concreto desarrollo se ha llevado a cabo por el Nuevo Reglamento, como la culminación del proceso de flexibilización administrativa llevando a cabo una simplificación de los trámites administrativos o el régimen de responsabilidad y el procedimiento de autorización de los compartimentos de las IIC por compartimentos. En este último aspecto, hay que resaltar que el Nuevo Reglamento ha establecido un régimen de responsabilidad entre compartimentos distinto para los fondos que para las SICAV. Mientras que para los fondos de inversión el acreedor de un compartimento podrá únicamente dirigirse contra los activos y derechos asignados a dicho compartimento, en el caso de las SICAV, los acreedores podrán dirigirse contra todo el patrimonio de la sociedad. Asimismo, eliminada ya por la Ley 35/2003, la obligación de las SICAV de cotizar en bolsa de forma obligatoria, el Nuevo Reglamento ha dispuesto que las SICAV podrán, como medio de otorgar liquidez a los accionistas respecto de sus acciones, optar entre estar admitidas a negociación en Bolsa de Valores, en un sistema organizado de negociación o no estar admitido y ofrecer derecho

de reembolso a los inversores de forma igual al de los fondos de inversión. En este contexto, Bolsas y Mercados Españoles, la sociedad holding de los Mercados de Valores e Instrumentos Derivados Financieros está promoviendo, como alternativa a la cotización en bolsa, un sistema organizado de negociación denominado Mercado Alternativo Bursátil o MAB. Aún está por ver si será acogida esta iniciativa por las Sociedades Gestoras españolas.

En relación con las Sociedades Gestoras, el Nuevo Reglamento no establece cambios sustanciales a lo ya apuntado por la Nueva Ley. Alguna cuestión resulta interesante como la definición de la actividad que ejerce una Sociedad Gestora, las normas de delegación de cada una de las funciones de la Sociedad Gestora en terceros o la regulación de los apoderados o agentes de la entidad, pero ninguna de éstas se pueden considerar como cuestiones nuevas que no estuvieran ya anunciadas por la Nueva Ley, sino como meros desarrollos de lo allí ya apuntado.

#### **Materias pendientes de desarrollo y cuestiones jurídicas planteadas por la adaptación**

Se encuentran aún en proceso de elaboración numerosas órdenes y circulares de la CNMV que deberán completar bastantes aspectos del nuevo régimen jurídico y que tendrán en algún caso bastante importancia en la configuración definitiva del nuevo marco normativo. Entre ellas, se pueden mencionar las cuestiones atinentes a las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre que se espera desarrolle la CNMV (como se adelantaba, existe ya un borrador de Circular), unas normas más detalladas sobre el uso de instrumentos financieros derivados y, quizás la más importante, el desarrollo de la documentación que deberá facilitar las IIC españolas a sus inversores, para su información, y a la CNMV, para su supervisión; pues aunque el Nuevo Reglamento establece las menciones mínimas de los folletos, su concreción y detalle precisará de un importante desarrollo reglamentario y la fijación de una práctica administrativa razonable y coherente posterior.

El Nuevo Reglamento cambia radicalmente la situación anterior. Con una tipología de IIC cerrada, el régimen jurídico de las IIC, activos aptos y límites de inversión son sustancialmente iguales y se definen básicamente por la pertenencia a una de esas categorías establecidas en la norma. En ese contexto, el folleto puede ser bastante esquemático, tener un contenido básicamente normalizado

contener referencias genéricas al cumplimiento de la normativa vigente. Además, el control de su cumplimiento se puede realizar de forma básicamente automatizada. Por contra, con la nueva tipología abierta, cada IIC puede estar sometida a normas de inversión muy distintas, puede llevar a cabo inversiones muy sofisticadas, su estilo de gestión puede ser complejo y precisar de una lectura detenida de su folleto informativo. En ese contexto, el folleto ha de ser un documento detallado que informe de forma precisa sobre los objetivos, instrumentos y limitaciones a las que se encuentran sometidas las IIC. Asimismo, el nuevo marco jurídico exigirá una total reorientación de la supervisión de las IIC porque la información que debe analizar y procesar la CNMV para ver si la IIC está cumpliendo con las normas que le son aplicables deberá ser mucho más compleja y no se puede quedar en un mero análisis cuantitativo.

Finalmente, la entrada en vigor del Nuevo Reglamento plantea la cuestión jurídica compleja de si el cambio normativo llevado a cabo por el Nuevo Reglamento permite automáticamente a una IIC, cuyo folleto sea un documento esquemático de contenido normalizado en los que se especifique la política inversora, pero no se incluya ningún tipo de limitaciones en cuanto a instrumentos permitidos, normas de diversificación, endeudamiento, apalancamiento y otras reglas similares, sino sólo referencias genéricas al cumplimiento de la normativa vigente, utilizar toda la flexibilidad que en cuanto a instrumentos financieros otorga el Nuevo Reglamento para la consecución de su política de inversión o si, por el contrario, resulta preciso aprobar un nuevo folleto y seguir el procedimiento administrativo y frente a los inversores exigido por la norma para el cambio de su política de inversión como paso previo para hacer uso de tal flexibilidad. La interpretación de la CNMV parece ser la segunda, aunque, a mi modo de ver, ésta no es en absoluto una cuestión con un solución tan clara.

#### **Conclusión**

El nuevo reglamento supone un cambio radical en el régimen jurídico de las IIC. Por un lado, permite la aplicación efectiva de algunas novedades que ya se contemplaban en la nueva ley y, por otro, introducirá también por su parte profundas innovaciones en el régimen jurídico de las IIC. Su principal virtud consiste en que ha seguido el camino trazado por la Nueva Ley en el cumplimiento de sus objetivos de liberalizar las políticas de inversión, reforzar

la protección a los inversores y perfeccionar el régimen de intervención administrativa, dando satisfacción, a la vez, las inquietudes y necesidades del sector. No obstante, aún quedan por completar cuestiones muy relevantes de ese marco jurídico a través del desarrollo reglamentario, y aclarar múltiples cuestiones jurídicas que plantea la adaptación al nuevo régimen. En cualquier caso, si en ese desarrollo se continúa con la línea trazada por la Ley 35/2003 y el Nuevo Reglamento el futuro para el sector de la inversión colectiva no puede ser más prometedor.

SALVADOR RUIZ BACHS (\*)

#### RECONOCIMIENTOS MÉDICOS EN EL ÁMBITO LABORAL. ALGUNAS CUESTIONES RESUELTAS POR LA DOCTRINA CONSTITUCIONAL

Las relaciones jurídicas que se establecen entre el trabajador y el empresario presentan diferencias muy destacables respecto de otras relaciones jurídico privadas. El empresario ostenta un cierto poder sancionador sobre el trabajador (más propio del derecho público) aunque a su vez tiene ciertas obligaciones de especial importancia para con dicho trabajador; entre otras, el deber de protegerle de forma efectiva frente a los riesgos laborales. Es en este contexto en el que deben enmarcarse los reconocimientos médicos en el ámbito laboral, como una fórmula de garantizar la vigilancia periódica del estado de salud del trabajador. Así lo ha interpretado el Tribunal Constitucional en su comentadísima sentencia 196/2004 de 15 de noviembre («STC 196/04»), criticada por excesivamente tuitiva por parte de la doctrina y alabada por su claridad y contundencia por otra. En este caso, el alto Tribunal otorga el amparo a una trabajadora que prestaba servicios en facturación y equipajes de un aeropuerto, cuyo contrato de trabajo temporal, subsiguiente a otros también de duración determinada, fue extinguido por no superación del periodo de prueba, tras la realización de un reconocimiento médico en el que fue calificada como no apta por los servicios médicos de la empresa. La trabajadora solicitó los datos obtenidos de dicho reconocimiento a los servicios médicos, comuni-

cándosele que se había detectado un coeficiente de cannabis de 292 ng/ml, muy superior al 50 ng/ml recogido en el protocolo elaborado por la empresa como máximo permitido para la contratación de un trabajador de su categoría profesional. Ciertamente, la trabajadora prestó su consentimiento a la realización del reconocimiento médico, aunque en ningún momento se le informó de que en los análisis médicos se examinaría el posible consumo de estupefacientes. La STC 196/04 otorga el amparo a la trabajadora estimando la vulneración de su derecho fundamental a la intimidad, elaborando una doctrina sobre la admisibilidad de los reconocimientos médicos en el ámbito laboral que resulta de un enorme interés.

#### Reconocimientos médicos obligatorios por ley

En primer lugar, el alto Tribunal parte de la premisa de la voluntariedad del trabajador en la realización del reconocimiento médico, cuya pretensión no ha de ser otra que vigilar la salud de los trabajadores para protegerles de los riesgos del trabajo, siendo ésta la *ratio* por la que se permite cierta intromisión en su derecho a la intimidad en aras de la efectiva vigilancia de su salud en relación con su puesto de trabajo.

Esta regla general de la voluntariedad del reconocimiento médico sólo puede ser excepcionada por ley, en la que deben quedar establecidos los supuestos en los que el reconocimiento médico sea necesario para proteger la salud de los trabajadores, por estar expuestos a riesgos de especial relevancia o cuyas condiciones de salud impidan prestar cierto tipo de servicios. Como ejemplos de estos reconocimientos médicos obligatorios pueden señalarse los exigidos en el artículo 196 de la Ley General de la Seguridad Social en las empresas que hayan de cubrir puestos con riesgo de enfermedades profesionales. También es obligatorio el reconocimiento médico previo a la contratación en los trabajos con riesgo de amianto, según la Orden de 31 de octubre de 1984, así como en los puestos de trabajo expuestos a radiaciones ionizantes, conforme al Real Decreto 783/2001, de 6 de julio.

En definitiva, los reconocimientos médicos previstos legalmente si serán obligatorios cuando resulten imprescindibles para evaluar los efectos de las condiciones de trabajo sobre la salud de los trabajadores. No obstante, el Tribunal Constitucional matiza esta obligación —al amparo de lo previsto en el párrafo segundo del artículo 22.1 de la Ley de Prevención de Riesgos Laborales—, exigiendo la con-

\* Abogado del Departamento de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).