

PRINCIPALES NOVEDADES EN EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Principales novedades en el régimen jurídico de las instituciones de inversión colectiva

El pasado 21 de septiembre las Cortes aprobaron la Ley 31/2011 de reforma de la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva que complementa la transposición a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva 2009/65/CE sobre Instituciones de Inversión Colectiva de 13 de julio también denominada «UCITS IV». Publicada con cierto retraso el 5 de octubre en el BOE, entró en vigor al día siguiente de su publicación.

Key novelties of the regulation of collective investment schemes

Directive 2009/65/CE, also known as UCITS IV, has been implemented in Spain by Law 31/2011 amending Law 35/2003 on Collective Investment Schemes. This Law although had been approved last September 21st 2011 has been published on October 5th, after a certain delay and became enforceable on October 6th.

La Directiva 2009/65/CE

El mercado de las Instituciones de Inversión Colectiva, («IIC») en España ha experimentado importantes cambios a lo largo de la pasada década debido principalmente a la transposición de la Directiva del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios («Directiva UCITS»).

Como parte de las diferentes iniciativas europeas dirigidas a la creación de un Mercado Europeo Único de Servicios Financieros, la normativa de UCITS, objeto de numerosas reformas sucesivas, ha sido recientemente modificada por la Directiva 2009/65 («Directiva UCITS IV»)

La Directiva UCITS IV pretende conseguir un gran impacto en la industria a nivel europeo y también a nivel nacional, abriendo interesantes oportunidades de negocio para aquellos participantes de los mercados interesados en el mercado español.

Esta Directiva va a ser complementada con otras cuatro directivas, denominadas de nivel 2, que se publicarán próximamente, y en las que ha colaborado de una manera muy activa el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), hoy ESMA (*European Securities Market Authority*).

Estas cuatro directivas de nivel 2 se refieren a temas muy relevantes, tales como:

- Requisitos de organización, conflictos de interés, ejercicio de la actividad, gestión de riesgos en las sociedades gestoras.
- Información fundamental para el inversor y condiciones que deben cumplirse para el suministro de información fundamentales

para el inversor (también conocido como KIID).

- Fusiones de fondos, estructuras de fondos principales y subordinado (conocidas en la industria como *master-feeder*) y los procedimientos de notificación.
- Y el uso de la comunicación electrónica entre las autoridades supervisoras a efectos de notificación, y procedimiento para verificaciones en investigaciones y el intercambio de información entre estas.

UCITS IV va a suponer un cambio muy importante en el mercado único europeo de las Instituciones de Inversión Colectiva («IIC»), puesto que introduce una serie de medidas que tratan de acabar o mitigar algunas de las barreras existentes que han imposibilitado la existencia de un verdadero mercado único.

En este sentido, y como ya anunciaba la propuesta presentada por la Comisión Europea en julio de 2008, eran principalmente tres los objetivos de la nueva reforma UCITS: maximizar la eficiencia del mercado a nivel europeo, garantizar la protección de los inversores y reducir las cargas administrativas. Estos objetivos se pretendían alcanzar a través de las siguientes medidas:

La armonización normativa, que pasa por la armonización de la regulación de las estructuras principal-subordinado, que ya existían en distintos Estados, con características diferentes. También se contempla la armonización de la regulación de las fusiones transfronterizas de UCITS. La armonización de estos procedimientos favorecerá la aparición de estructuras más grandes que puedan aprovechar en mayor medida las economías de escala. No obstante, para no menoscabar el objetivo de la

protección a los inversores, se exige que se les proporcione información adecuada en caso de fusión del UCITS en la que invierten, que los costes de la fusión no recaigan sobre ellos y que tengan derecho a reembolsar su participación en el UCITS sin pagar la correspondiente comisión de reembolso.

El segundo eje sobre el que pivota UCITS IV es la necesidad de garantizar la protección de los inversores, se sustituye el actual folleto simplificado por un documento que contenga los datos fundamentales para el inversor (en inglés, Key Investor Information o KII), que será válido para todos los Estados miembros y que tendrá un contenido plenamente armonizado, lo que permitirá la comparación entre distintos productos.

En tercer y último lugar, para reducir las cargas administrativas, especialmente en la comercialización transfronteriza de estos productos, se simplifica el procedimiento de notificación a la autoridad competente basándose especialmente en los mecanismos de cooperación entre los Estados de origen y de acogida.

Hay que señalar que con carácter general se refuerzan los mecanismos de cooperación y colaboración entre supervisores, con los mecanismos que son ya clásicos en otras directivas más recientes del ámbito de los servicios financieros.

Lo más sorprendente de la propuesta de la Comisión fue la no inclusión de lo relativo al «pasaporte de la sociedad gestora». La Comisión lo justificaba dadas las posibles dificultades de supervisión, en este caso transfronteriza; el riesgo de conflicto normativo (el UCITS se regiría por las normas de un Estado miembro y la sociedad gestora por las de otro); las dificultades a la hora de atribuir responsabilidades a los distintos supervisores (el del UCITS y el de la sociedad gestora), y los mayores costes de información para las sociedades gestoras (que tendrían que rendir cuentas a su supervisor y al UCITS por ella gestionada).

Durante la negociación del texto en el Consejo, la Presidencia francesa contribuyó muy significativamente a alcanzar textos de compromiso, en los que se introdujeron mejoras técnicas. No obstante, y sin duda, la aportación más importante de la Presidencia ha sido la inclusión del «pasaporte» de las sociedades gestoras, incluyendo la futura armonización de aspectos fundamentales como la gestión del riesgo, la gestión de los conflictos de intereses y las normas de conducta mediante medidas de las llamadas «Nivel 2», así como garantizando una protección

adecuada al inversor, con mecanismos de canalización de quejas de los inversores y de remisión de los documentos necesarios a los supervisores.

Llama la atención, sin embargo, que no hayan tenido una acogida favorable las pocas propuestas que se han presentado al hilo de la negociación de esta Directiva, tendentes a una mayor armonización de la figura del depositario, pieza fundamental en la custodia de los valores que integran el patrimonio del UCITS, y en la supervisión de la actuación de su sociedad gestora, que parecen serán objeto de otra nueva reforma en camino, UCITS V.

Transposición de la Directiva: La Ley 31/2011

La transposición de la Ley apenas se aparta del texto de la Directiva e incluso en su exposición de motivos sigue la Propuesta de la Comisión y distingue tres tipos de reformas en que pasamos a analizar referidas a la actividad intracomunitaria, la protección al inversor y la necesidad de introducir avances operacionales.

Disposiciones relativas al pasaporte comunitario

Dentro del primer conjunto de novedades, esta Ley introduce en la Ley 35/2003 las disposiciones necesarias (régimen legal aplicable y potestades de supervisión) para el correcto funcionamiento del pasaporte comunitario en el ámbito de la gestión de IIC.

En primer lugar, a partir de la entrada en vigor de la norma, las sociedades gestoras españolas («SGIIC») podrán gestionar fondos domiciliados en otros Estados miembros, y las sociedades gestoras de otros Estados miembros podrán gestionar fondos españoles, creando así el marco necesario para un verdadero mercado único.

A este respecto, hay que tener en cuenta que las sociedades gestoras y los fondos de inversión y sociedades de inversión armonizados ya disfrutaban de un pasaporte para la comercialización transfronteriza de sus acciones y participaciones. La novedad consiste en introducir el pasaporte para la propia gestión transfronteriza de fondos. Esto hace necesario un mayor grado de confianza entre el supervisor de origen (encargado principalmente de la supervisión del cumplimiento de las normas de organización, y de las normas de conducta cuando la SGIIC actúa en libre prestación de servicios) y el supervisor de acogida (bajo cuya responsabilidad quedan

las normas de conducta cuando la SGIIC actúa mediante sucursal, y las normas de organización y funcionamiento del fondo).

La Ley establece en su artículo 54 que las SGIIC autorizadas en España podrán ejercer la actividad a que se refiera la autorización en otros Estados miembros de la Unión Europea, ya sea a través del establecimiento de una sucursal, ya sea mediante la libre prestación de servicios.

El establecimiento de una sucursal de una sociedad gestora autorizada en España que desee se sujeta a notificación a la CNMV. La CNMV deberá remitir toda la información aportada por la sociedad gestora a la autoridad competente del Estado miembro de acogida en el plazo de dos meses a partir de la recepción de la totalidad de la información exigible, salvo que tenga razones para dudar, visto el proyecto en cuestión, de la adecuación de las estructuras administrativas o de la situación financiera de la sociedad de gestión, habida cuenta de las actividades que esta se proponga ejercer. Esta circunstancia deberá ser notificada a la sociedad gestora en el plazo de dos meses a partir de la recepción de la totalidad de la información.

Junto a la información a la que se refiere el primer párrafo, cuando la SGIIC desee desarrollar la actividad consistente en la administración, representación, gestión de las inversiones y gestión de las suscripciones y reembolsos de los fondos y sociedades de inversión, la CNMV deberá también enviar a la autoridad competente del Estado miembro de acogida de la sociedad de gestión un certificado acreditativo señalando que esta ha sido autorizada conforme a los requisitos

En el caso de las comunitarias no sometidas a la Directiva 2009/65/CE, les será de aplicación el procedimiento de autorización previa previsto en el capítulo II de este título con las adaptaciones que se establezcan reglamentariamente. Si pretenden prestar servicios sin sucursal, deberán ser autorizadas en la forma y condiciones que se fijen. En ambos casos la autorización podrá ser denegada, o condicionada, por motivos prudenciales, por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en su país de origen, o por no quedar asegurado el cumplimiento de la normativa establecida en esta Ley y en su desarrollo reglamentario, a la que deberán ajustarse en su funcionamiento.

En segundo lugar, las normas del pasaporte se aplican al régimen de comercialización transfronteriza. Con la actual normativa, la comercialización transfronteriza exige informar a la autoridad competente

del Estado miembro de origen, así como la presentación de una serie de documentación ante la autoridad competente del Estado miembro de acogida, lo cual hasta la fecha dilataba este trámite. Con la nueva redacción dada a la Ley, el procedimiento para la comercialización transfronteriza de fondos o sociedades de inversión pasará por la notificación entre autoridades competentes de la solicitud de la sociedad gestora y de la comprobación exclusivamente por parte de la autoridad competente del Estado miembro de origen del cumplimiento de los requisitos necesarios para vender acciones o participaciones de IIC a inversores de Estados miembros distintos de aquel en el que se encuentra domiciliado el fondo o sociedad. Se agiliza por tanto el acceso a otros mercados, principalmente mediante una reducción de los plazos disponibles para que las autoridades competentes lleven a cabo esas notificaciones, y con la supresión de la necesidad de comunicación de la IIC con la autoridad competente del Estado miembro de acogida (la Directiva había sido parcialmente implementada por la Circular 2/2011 de CNMV sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

Protección al inversor

La protección al inversor pasa por la transparencia y la mayor información sobre los productos que le son ofrecidos. En esta línea, la Ley en su artículo 17 introduce por primera vez un nuevo documento informativo, el «Documento de datos fundamentales para el inversor o «KID».

Tras la experiencia con el folleto simplificado, se espera que este nuevo documento realmente cumpla con los objetivos propuestos de información clara y veraz para el inversor final.

El artículo 17 fija el contenido mínimo del KIID. En principio, la información que debe contener es la siguiente: identificación de la IIC; una descripción sucinta de sus objetivos de inversión y su política de inversión; una presentación de los rendimientos históricos o, si procede, escenarios de rentabilidad; los costes y gastos asociados, y el perfil riesgo/remuneración de la inversión, con orientaciones y advertencias apropiadas en relación con los riesgos asociados a las inversiones en la IIC considerada.

Además, el documento deberá contener una declaración del lugar donde puede obtenerse informa-

ción adicional sobre la inversión prevista, y en particular el folleto y los informes anual y semestral, y la lengua en la que esta información esté a disposición de los inversores.

Dicho documento se redactará de forma concisa, en lenguaje no técnico y se presentará en un formato común, que permita efectuar comparaciones, y de forma fácilmente analizable y comprensible por el inversor medio a fin de que esté en condiciones razonables de comprender las características esenciales, la naturaleza y los riesgos del producto de inversión que se le ofrece y de adoptar decisiones de inversión fundadas sin necesidad de recurrir a otros documentos.

Es de destacar el carácter precontractual que se da al KII y que parece que ha de interpretarse al amparo del artículo 1282 del Código Civil. Si bien a continuación la Ley señala que no se incurrirá en responsabilidad civil como consecuencia solo de los datos fundamentales para el inversor, o de su posible traducción, a menos que sean engañosos, inexactos o incoherentes en relación con las correspondientes partes del folleto.

Por último, se establece también la obligación de mantener el documento permanentemente actualizado, debiendo remitirse a la CNMV cualquier modificación.

De manera complementaria, el artículo 18 señala que con antelación suficiente a la suscripción de las participaciones o acciones deberá entregarse gratuitamente el último informe semestral y el documento con los datos fundamentales para el inversor a los suscriptores y, previa solicitud, el folleto y los últimos informes anual y trimestral publicados.

El folleto y el documento con los datos fundamentales para el inversor podrán facilitarse en un soporte duradero o a través de la página web de la sociedad de inversión o de la sociedad de gestión. Previa solicitud, se entregará gratuitamente a los inversores un ejemplar en papel de dichos documentos.

Asimismo, se impone a las gestoras la obligación de publicar en la página web una versión actualizada de esa documentación.

Se regula también la documentación publicitaria o de *marketing*, estableciendo la Ley que toda publicidad que contenga una invitación a comprar participaciones o acciones de una IIC, deberá indicar la existencia del folleto y el documento con los datos fundamentales para el inversor y los lugares y la forma en que el público puede obtenerlos o tener

acceso a ellos. Esta publicidad no podrá contradecir o restar importancia a la información contenida en el folleto y el documento con los datos fundamentales para el inversor.

Respecto del idioma en que se ha de entregar la documentación, y con miras de proteger al inversor se dispone que el KIID, deberá presentarse en castellano o en «alguna otra lengua admitida por la CNMV». No se precisa si se ampliará o no el número de idiomas admitidos. En el caso del folleto y los informes periódicos, sí se añade expresamente la posibilidad de presentarlos en «una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales» (léase inglés). Las traducciones al castellano dejan de ser juradas y pasa a permitirse a las IIC realizarla por su cuenta, asumiendo la responsabilidad por posibles inexactitudes (llama la atención que, sin embargo, siga exigiéndose traducción jurada para las IIC no armonizadas o «no UCITS»).

En el mismo sentido, la información que las IIC españolas deben presentar a la CNMV para operar en otros Estados miembros deberá ser en la lengua oficial del país u otras que sus autoridades admitan, pudiendo el folleto e informes periódicos ser presentados también en «una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales». De nuevo, la IIC puede asumir la responsabilidad de las traducciones no juradas.

También se especifica que las sociedades de gestión estarán obligadas a ofrecer el servicio de atención al cliente en un idioma oficial del Estado miembro de origen del fondo o sociedad.

Novedades dirigidas a facilitar la comercialización

En línea con una de las reclamaciones históricas de la industria se introduce la posibilidad de que las IIC españolas puedan utilizar cuentas globales para su comercialización en España. Al igual que ya podían hacerlo sus homólogas europeas, las cuentas ómnibus permiten la comercialización de IIC a través de redes ajenas al grupo de la Gestora, llevar un registro identificativo de los partícipes que hayan suscrito acciones a través de él.

Incorporación de la posibilidad de utilizar cuentas ómnibus de tal forma que las participaciones de IIC puedan estar a nombre de los comercializadores por cuenta de sus clientes, eliminando la obligación del depositario de emitir los certificados de titularidad. No obstante la relevancia de esta norma que incorpora por primera vez las «cuentas ómnibus»

en IIC, los desarrollos pendientes en materia de obligados a efectuar retenciones a cuenta y de procesos de identificación en los casos de comercializadores extranjeros operando en España sin establecimiento determinarán su verdadero alcance.

Además, se establecen una serie de requisitos para llevar a cabo la comercialización de participaciones en fondos de inversión, por lo general referidos al deber de la entidad comercializadora de comunicar la suscripción y reembolso de participaciones a las sociedades gestoras, identificando a los partícipes y remitiendo a la CNMV toda la información necesaria sobre ellos.

Asimismo, la Ley prevé que reglamentariamente se pueda establecer que cuando una IIC vaya a comercializarse en España a través de más de un comercializador se designe a una entidad encargada del registro centralizado de los partícipes o accionistas canalizados a través de los comercializadores en España. La entidad encargada del registro centralizado estará obligada a cumplir una serie de obligaciones tributarias, entre ellas practicar retención o ingreso a cuenta e informar a la Administración tributaria en relación con las operaciones que tengan por objeto acciones o participaciones de las instituciones de inversión colectiva.

Otras novedades reseñables

Entre otras, la Ley 31/2011 introduce algunas reformas que responden a cuestiones operativas y que en todo caso buscan facilitar y reforzar la actividad supervisora de la CNMV. Asimismo, la Ley introduce diversas mejoras técnicas para lograr una mayor seguridad jurídica que facilite las transacciones económicas. Sin ánimo de exhaustividad podemos señalar, entre otras, las siguientes:

- Se permite que la divisa sea uno de los elementos que determine la posibilidad de emitir clases de acciones, adicionalmente a las comisiones y la política de distribución de resultados.
- Se modifican una serie de plazos para los procesos de autorización de IIC y de sociedades gestoras.
- Modificación de aspectos relativos al derecho de separación por sustitución del depositario y concreción del ejercicio del derecho en caso de ETF.
- Ampliación del ámbito de operaciones de derivados que permiten la pignoración de activos de las IIC, incluyéndose los mercados no

organizados de derivados, limitado al importe de cambios de valor de la posición abierta.

- Se simplifican los trámites para la fusión y transformación de fondos, sustituyéndose la publicación en periódicos y BOE/BORME por la publicación en la web de la fusión o comunicación individual en el caso de transformación.
- Eliminación de la mención «por imperativo legal» para las ampliaciones y reducciones de capital no sujetas a autorización previa de la CNMV.

Conclusiones A modo de balance podemos decir que, pese a la intención inicial, el impacto de UCITS IV para la industria española va a ser reducido. Es cierto que hay muchos avances en registro de fondos extranjeros, regulación de cuentas ómnibus, con acierto para las entidades españolas pero sin efecto práctico cuando los inversores sean no residentes. Mención aparte merece la aparición de la entidad encargada del registro centralizado de accionistas o partícipes para IIC extranjeras que, si finalmente sale a luz en vía reglamentaria, será uno de los óbices regulatorios para la comercialización de IIC extranjeras en España.

Probablemente ha faltado tiempo de reflexión en vía parlamentaria (la reforma entró en el Parlamento el 26 de junio) y sería saludable que en la próxima legislatura se promoviesen modificaciones que permitan competir a nuestras gestoras en igualdad de condiciones que sus competidores europeos.

Una vez pasada la oportunidad de aprovechar UCITS IV para reestructurar el panorama regulatorio, el siguiente reto será la implementación de la Directiva de gestión alternativa de fondos de inversión (AIFMD), que cambiará muchos de los parámetros existentes y «revolucionará» el sector con la entrada en plena competencia de fondos no armonizados, inmobiliarios, capital riesgo y sobre todo la posibilidad de eliminar estructuras locales para transformarlas en sucursales o en actividad puramente transfronteriza. Pero esto será en junio de 2013.

JOSEFINA GARCÍA PEDROVIEJO*

* Abogada del Área de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).