

FONDOS GARANTIZADOS: Garantía interna o Garantía externa

A 30 de junio de 2005, un Informe de la FEFSI (Federación Europea de Fondos y Sociedades de Inversión) indica que existen 2.741 "Guaranteed/ Protected Funds" que gestionan un total de 181.765 millones de euros. Estos Fondos se han constituidos en Francia, España, Bélgica y Luxemburgo, país desde el que se comercializa a otros países de la Unión Europea. En cualquier caso, faltan criterios de homogeneización a escala europea a la hora de calificar a los Fondos Garantizados. ¿Cuándo estamos en presencia de un Fondo Garantizado?, ¿Cuándo un tercero al Fondo garantiza la recuperación de la inversión inicial?, ¿Es correcto incorporar a los FGRV en la clasificación de los Fondos de Renta Variable o Equities, cuando en su cartera el 90% aproximadamente es renta fija, y el resto instrumentos financieros derivados cuyo subyacente sea un valor de renta variable o un índice bursátil? ¿qué requisitos debe cumplir el garante del Fondo y la contraparte emisora de la opción?

Desde mi punto de vista, en el ámbito europeo debiera existir una mínima estandarización de este tipo de Fondos, con un mercado creciente, y que quizás a través del pasaporte comunitario podría comercializarse en otros países de la Unión Europea, en especial los últimos diez socios incorporados al club comunitario.

Forma jurídica: Fondo o Sicav

Como es bien conocido el origen de la comercialización de IIC de "estructura garantizada" en España se inicio en el año 1.994, cuando algunas entidades financieras españolas, constituyeron SICAV en Irlanda y Luxemburgo, países cuya legislación posibilitaban la utilización de instrumentos financieros no autorizados por la normativa española vigente del momento la Orden Ministerial 6 de Julio de 1992 sobre operaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva en futuros y opciones.

El éxito de esas fórmulas de inversión garantizadas, animó a crear IIC con forma jurídica de Fondo, no con forma societaria, en España, a través de una garantía concedida por un entidad financiera directamente al partícipe del Fondo, por lo tanto ajena al propio Fondo, que se haría efectiva en el caso de no alcanzarse un determinado valor liquidativo del Fondo a una fecha concreta. En ausencia de legislación aplicable, inicialmente, los Fondos Garantizados utilizaron la vía del otorgamiento de una garantía externa al Fondo y directamente al partícipe, ya que los tipos de interés del mercado eran lo suficientemente elevados para configurar atractivos Fondos Garantizados de Renta Fija, cuya cartera estaba constituida por emisiones de deuda pública con vencimientos iguales al del Fondo a comercializar.

La necesidad de la utilización de una lista más amplia de instrumentos y subyacentes para la creación de Fondos Garantizados más sofisticados, forzó al ejecutivo, a la aprobación de la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997 sobre operaciones de las IIC de carácter financieros en instrumentos financieros derivados, norma base sobre la que se articula, la configuración de Fondos Garantizados de Renta Variable en España. Muchos flecos de la Orden fueran desarrolladas por la propia CNMV en base a la habilitación pertinente a través de las Circulares 3/1997 y 3/1998.

Garantía externa/ garantía interna

Aunque comercialmente se diferencia los Fondos Garantizados como de renta fija y variable, desde una perspectiva jurídica el criterio de clasificación mas relevante viene determinado por el destinatario de la garantía prestada por la entidad garante ajena al fondo, que puede ser directamente al partícipe, a través de una carta de garantía (fondos con garantía externa) o directamente al propio fondo (fondos con garantía interna).

La Orden Ministerial de 10 de junio de 1997, en realidad, normativiza la figura de los Fondos con Garantía Interna, definidas por la Orden como aquella IIC que "*leve a cabo una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad que haya sido garantizado a la propia Institución por un tercero*". Requisito que se cumple cuando la política de inversión que vaya a seguir la IIC en su conjunto tenga como única finalidad alcanzar el objetivo concreto de rentabilidad garantizado, y la tercera entidad garante se comprometa frente a la IIC a abonarle la cantidad necesaria para que el valor liquidativo de la Institución iguale el *valor garantizado en la fecha de vencimiento*. El valor garantizado no es sinónimo de inversión inicial ya que esta definición ampara también, a los Fondos Estructurados, que sólo garantizan la recuperación parcial de la inversión inicial, cuando se garantice la integridad de, al menos, el 75% del principal de la inversión inicial. Dicho límite se calculará mediante actualización del valor del principal garantizado, aplicando como tasa de descuento el tipo de interés de la Deuda del Estado al mismo plazo que el vencimiento de la garantía, en el día de su inscripción en el Registro de la CNMV.

En definitiva, la norma 7ª de la Circular 3/1997, de la CNMV, posibilita a estas IIC con garantía interna, superar ciertas restricciones aplicables al resto de IIC en la utilización de instrumentos financieros derivados, por riesgo de mercado y por riesgo de contraparte, así puede utilizar derivados no contratados en mercados organizados (OTC), las primas pagadas por la compra de opciones, necesarias para la configuración de los Fondos Garantizados referencias a índices bursátiles podrán superar el 10% del patrimonio de la IIC, o incluso la exposición total al riesgo de mercado podrá superar el patrimonio de la IIC.

Lógicamente, el mayor apalancamiento de los cuasigarantizados o estructurados, conlleva que el porcentaje de revalorización referenciado a índices de renta variable sea muy superior a la de los Fondos que garantizan la inversión inicial. Estos son los únicos que pueden utilizar la expresión Garantizado u otra similar en su denominación. No obstante, en la propaganda que realicen las entidades comercializadoras de los Fondos Estructurado, pueden indicar el porcentaje de revalorización de la inversión inicial y del subyacente.

Cualificación de la Entidad Garante del Fondo

Los garantes de IIC en operaciones OTC deberán ser entidades financieras domiciliadas en Estados miembros de la OCDE sujetas a supervisión prudencial u organismos supranacionales de los que España sea miembro, dedicadas de forma habitual y profesional a la realización de operaciones de este tipo y que tengan solvencia suficiente, y contar con calificación crediticia favorable, para el plazo y la divisa de la operación, de una agencia de calificación reconocida por la CNMV, siempre que la entidad no haya sido calificada por debajo del nivel exigido por otra agencia también reconocida por la CNMV. En este caso, será necesario que exista otra calificación no inferior al mínimo exigido de cualquier otra agencia especializada.

Dichos requisitos se requieren también para las contrapartes, que son los emisores de las opciones OTC. La Gestora, en representación del Fondo, contrata esas opciones OTC "a medida" para que se adecuen perfectamente a las características del Fondo. La normativa requiere que la confirmación de la compra de la opción tenga una serie de requisitos, como que puedan quedar sin efecto en cualquier momento a petición del Fondo, de modo que las cláusulas contractuales de cada operación deberán permitir en todo momento su liquidación o

cesión a un tercero, lo que obliga a que el emisor de la opción ofrezca cotizaciones a diario con un intervalo máximo prefijado, y el método de valoración que se utilice en esas cotizaciones. Adicionalmente, para verificar la exactitud de las valoraciones ofrecidas por la contraparte, la Gestora utiliza un método alternativo de valoración aprobado por el Consejo de Administración y un apoderado de la Entidad Depositaria.

La norma 21 de la Circular 3/1998, ayuda a la constitución de ambas categorías de Fondos Garantizados, ya que permite tanto a los Fondos con Garantía externa o interna que durante el periodo de comercialización inicial, que como máximo puede ser de tres meses, los derivados y la renta fija contratada a plazo no se valoren al objeto de evitar oscilaciones en el Fondo, que conllevaría que los partícipes adquieran a valores liquidativos con marcadas diferencias, con la condición de que se contratara la cartera con una anterioridad máxima de diez días hábiles respecto a la fecha de registro del Folleto del Fondo en la CNMV. En cualquier caso, el aspecto con mas incidencia para los partícipes es el distinto tratamiento fiscal, que tienen la garantía interna o externa.

En efecto, caso de ser necesaria la efectividad de la garantía en los fondos con garantía interna, al revertir al fondo, carece de incidencia fiscal para el partícipe, en cambio la garantía ofrecida directamente al partícipe, constituye un rendimiento de capital mobiliario, que incrementa la parte general del contribuyente, y en consecuencia tiene un peor tratamiento fiscal.

José Ramón Chirivella

Asesor Jurídico

Gestora Bancaja, S.G.I.I.C.,S.A.

logo Gebasa

PIE Gebasa