

LA ACTITUD DEL AHORRADOR PARTICULAR FRENTE A LAS DISTINTAS OPCIONES DE INVERSION COLECTIVA

Gonzalo AZCOITIA
Jesús BORQUE

I. INTRODUCCION: LA IMPORTANCIA DE LA INVERSION COLECTIVA

En las economías desarrolladas, la inversión colectiva se ha consolidado como una figura económica de bondad intrínseca, por cuanto supone de desarrollo del ahorro estable y accesible al pequeño y mediano inversor. De forma breve (con el fin de no abundar en una materia que es objeto de otro artículo en el presente número), podemos señalar que aquellas economías en las que las instituciones de inversión colectiva tienen un elevado peso respecto de su producto interior bruto (Estados Unidos, Francia, Japón, Reino Unido) cuentan con importantes recursos establemente orientados hacia la adquisición, en los mercados financieros, de los pasivos emitidos por las empresas y el Estado. Lo que supone que los procesos productivos de bienes y servicios cuentan con un flujo razonablemente estable de financiación.

Este beneficioso proceso de consolidación y estabilización del ahorro se fomenta mediante un tratamiento fiscal favorable; en el caso de Italia, la agresividad de esa discriminación positiva permitió en muy pocos años un surgimiento espectacularmente rápido y vigoroso del fenómeno de la inversión colectiva, cuyo volumen patrimonial es más de cinco veces superior al español (y aproximadamente el doble en términos del porcentaje del PIB). Aparte del incentivo fiscal, de indudable importancia para la inmensa mayoría de los inversores, y sobre el que volveremos más adelante para el caso español, la inversión colectiva presenta otros atractivos indudables:

1. Permite lograr desde cantidades muy pequeñas una adecuada diversificación de la inversión entre los diferentes activos y divisas que pueden componer una cartera, siguiendo las necesidades y perfiles de riesgo de cada individuo.

2. La gestión de tales activos está encomendada a profesionales, un factor de gran relevancia para esa mayoría de inversores que carece del tiempo y la información precisos para tomar decisiones ágiles y adecuadas en el sofisticado mundo financiero de nuestros días.

3. La inversión colectiva, al aunar los recursos de muchos inversores, comporta la obtención de evidentes economías de escala. Los mercados se configuran, cada vez más, como mercados de volúmenes y paquetes; si a ello unimos el hecho de que los costes fijos por operación son proporcionalmente mucho más altos en las operaciones de escaso volumen, concluiremos que cada día es más caro operar a título individual.

4. Ofrece una evidente comodidad y eficiencia de utilización, apoyándose en una liquidez y flexibilidad máximas. En cuanto a la primera, podemos decir que es automática, pues la legislación establece (con la excepción de la figura de la sociedad de inversión mobiliaria de capital fijo, SIM) plazos inferiores a los tres días para la obtención del reembolso total o parcial de la inversión. Por lo que respecta a la segunda, se basa, a su vez, en dos factores básicos. De una parte, en la inversión colectiva no hay nominales fijos, ni se requieren mínimos de capital importantes. Ello permite invertir o retirar dinero a medida que se dispone o necesita de él, aunque se trate de cantidades pequeñas, con la consiguiente reducción de los saldos ociosos. Por otra parte, invertir en este tipo de instrumentos supone manejar dos o tres productos, aunque a través de ellos se invierta en muchos; se evita así un rosario de vencimientos, cupones, dividendos, etc., con la consiguiente reducción y concentración de documentación, que por otra parte tiende a proporcionar, cada vez más, una información periódica y completa.

II. ALGUNAS RAZONES DEL ESCASO DESARROLLO DE LA INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA

A pesar de sus evidentes ventajas, la popularización de la inversión colectiva entre los ahorradores españoles es claramente una de las asignaturas pendientes de la reforma del mercado de valores, hasta el punto de que el desconocimiento real de estos instrumentos no se circunscribe a la gran mayoría de los inversores, sino que alcanza a muchos profesionales del sector financiero. Efectivamente, desde que en 1958 se regularon por primera vez estos instrumentos, el volumen de ahorro canalizado por esta vía hacia los mercados financieros es muy inferior al de otros países de nuestro entorno. Ni siquiera la nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, promulgada en 1984, y en la cual se introducía la innovación de los fondos de inversión en activos del mercado monetario, más conocidos como fondos de dinero, consiguió reactivar suficientemente el sector. Así, desde 1985 hasta 1989, el volumen manejado por todas las instituciones de inversión colectiva sólo creció de 308.588 millones de pesetas a 1.174.976 millones. Teniendo en cuenta que los fondos de dinero contribuyeron a este crecimiento en un 38 por 100, queda claro que el resto de las instituciones tuvo un crecimiento puramente vegetativo, una vez descontado el efecto de revalorización de sus carteras debido a la gestión.

¿En qué se ha podido fundamentar este escaso desarrollo? ¿Por qué no ha trascendido la eficiencia y competitividad de estos instrumentos? A este respecto, cabría aducir algunas razones, no del todo independientes:

1. El carácter secundario que han tenido hasta ahora los diferentes instrumentos de inversión colectiva para las entidades de crédito, de gran peso en nuestro sistema financiero, en detrimento de los intermediarios financieros independientes. En la estructura de negocio de éstos, los instrumentos de inversión colectiva se configuran como una opción de primer orden, por cuanto aportan un componente anticíclico a la cuenta de resultados al generar ingresos en función del patrimonio del fondo o sociedad, y no del beneficio que ésta obtenga operando en los mercados financieros. Además, si se consiguen volúmenes importantes en las instituciones de inversión colectiva, sus costes administrativos se diluyen considerablemente. Por el contrario, las entidades de crédito sólo han comercializado los fondos y sociedades como productos de corte defensivo.

2. La mala utilización (especialmente durante la década de los años setenta) que se hizo de la inversión colectiva por parte de grupos financieros, convirtiendo a las sociedades y fondos de inversión en auténticas sociedades *holding*, donde quedaban «aparcadas» las autocarteras y las participaciones industriales en empresas del grupo. Este comportamiento, evidentemente transgresor de la filosofía de las instituciones de inversión colectiva, unido al hundimiento de los mercados bursátiles, ha generado un recelo justificado, y en absoluto olvidado, entre aquellos inversores que sufrieron las consecuencias en su momento.

3. La complejidad que entraña la comercialización de productos como los fondos de inversión. Para que ésta sea efectiva, se debe contar con personal profesionalmente bien preparado que sepa entender y, sobre todo, transmitir el funcionamiento del producto, su fiscalidad ventajosa (pero difícilmente comprensible para el ahorrador medio), su superioridad o inferioridad (según los casos y circunstancias) frente a otros activos financieros, etcétera. En definitiva, la comercialización de fondos requiere contar no tanto con vendedores de productos financieros como con auténticos asesores de inversiones, que ofrezcan una cierta seguridad a los inversores acerca de su preparación y capacidad para el análisis de su situación personal concreta. Tales asesores deben asimismo apoyarse en una exhaustiva, pero accesible, documentación y dedicar a cada cliente un tiempo considerablemente superior al preciso para la primera venta de otros activos alternativos.

4. Un factor psicológico (que no por ser citado en último lugar es insignificante): el perfil eminentemente individualista e imprevisor del inversor español. La «europeización» actual nos hace olvidar a menudo las evidentes diferencias culturales y de comportamiento que existen entre los españoles y, por ejemplo, los ingleses o los alemanes. Sin pretender entrar, como es obvio, en terrenos pertenecientes a otras disciplinas científicas, parece claro que el gregarismo o la previsión metódica no se han encontrado hasta ahora entre las inclinaciones básicas de un español medio. A la hora de invertir, esa reticencia ante lo colectivo no sólo no desaparece, sino que tiende a aumentar debido al efecto desconfianza que se deriva casi siempre de cualquier entrega de dinero propio para su gestión o manejo por otro. El inversor español siente un claro recelo ante un instrumento en el que, tradicionalmente, ha sido tratado como masa, de forma despersonalizada.

Este perfil psicológico ha jugado, a nuestro juicio, un importante papel en el escaso éxito de los

seguros (de vida o jubilación), los planes de pensiones y los fondos de inversión en nuestro país. Y su desconocimiento o minusvaloración ha lastrado los resultados de muchas compañías extranjeras que se han instalado recientemente en España. No en vano, en economía, las preferencias y expectativas juegan un papel fundamental.

III. CLAVES PARA EL RESURGIMIENTO DE LA INVERSIÓN COLECTIVA: LA REFORMA FISCAL Y EL PROYECTO FONDTESORO

Los factores que han determinado un escaso desarrollo de la inversión colectiva en España permanecen más o menos vigentes; de tal forma que pudiera concluirse, en una aproximación superficial al problema, que el futuro no deparará grandes variaciones. Sin embargo, hay un aspecto esencial de las instituciones de inversión colectiva que, habiendo existido siempre, ha cobrado una relevancia enorme en los últimos tiempos: su favorable fiscalidad. En los últimos años, el inversor español ha tomado plena conciencia de la presión fiscal que soporta, y busca instrumentos que le permitan reducirla. Empieza a entender que no es la rentabilidad bruta lo que importa, sino la rentabilidad después de impuestos.

En este contexto, una reforma fiscal que incentive claramente la inversión en instrumentos de inversión colectiva encuentra terreno abonado. La renuencia psicológica a invertir colectivamente cede ante la posibilidad de racionalizar el pago del impuesto, reduciéndolo enormemente en muchos casos. Ya en Italia, hace unos años, se jugó con gran agresividad la carta del incentivo fiscal para consolidar, en niveles importantes y en muy poco tiempo, el sector de la inversión colectiva.

1. La reforma fiscal

Actualmente, en España, la armonización fiscal y la necesidad de fomentar el ahorro a largo plazo en nuestra economía han inducido una importante modificación de la fiscalidad de estos instrumentos. Centrándonos en los fondos de inversión, exponentes principales de la inversión colectiva, analizaremos muy sucintamente la actual fiscalidad, ya que este tema es tratado con toda la extensión que merece en otro trabajo de este mismo número. En lo que se refiere a la tributación del propio fondo, las novedades son las siguientes:

- Se reduce el impuesto de sociedades del 13 al 1 por 100.

- Se establece una deducción del 10 por 100 de los dividendos netos percibidos por el fondo.

- No se permite la deducción por doble imposición internacional.

- Los incrementos de patrimonio de títulos del fondo han de seguir el régimen general del impuesto de sociedades, no pudiendo aplicar los coeficientes de actualización previstos en el IRPF.

En relación con la fiscalidad de los partícipes, la principal novedad es la desaparición de la deducción del 10 por 100 de las plusvalías obtenidas y el tratamiento que, para los incrementos patrimoniales, se prevé en la nueva normativa sobre la renta de las personas físicas.

El nuevo marco fiscal, así configurado, dota a los fondos de inversión de un atractivo indudable. Aumenta su rentabilidad bruta; se mantiene la tributación por plusvalías, lo que permite periodificar el pago del IRPF según las necesidades de disposición que tenga cada partícipe, y, como vimos anteriormente, mejora notablemente el tratamiento fiscal de dichas plusvalías, que puede llegar a la exención total.

El incentivo fiscal marcará, por tanto, el punto de inflexión de la actitud de nuestros ahorradores respecto a los fondos de inversión. Ahora bien, cuando analizábamos las razones para el escaso desarrollo de la inversión colectiva en España mencionábamos otros inconvenientes y puntos negativos que, a juicio de nuestros inversores, tales instituciones presentaban. Es por ello por lo que la reforma fiscal debe ir acompañada por una actuación de las propias gestoras de instituciones de inversión colectiva tendente a recuperar la credibilidad. El esfuerzo debe centrarse, a nuestro juicio, en los siguientes aspectos:

a) Una gestión profesional impecable de las inversiones de la institución, que descarte toda sospecha respecto a la obtención, por parte de la gestora, de otros beneficios que no sean los derivados del cobro de la comisión de gestión y, en su caso, de la de suscripción o reembolso. Esto reforzará la seguridad que pueda percibir el inversor, que, por otra parte, dependerá, como es lógico, de los activos en que invierta el fondo o sociedad.

b) Un esfuerzo de asesoramiento a los inversores sobre la adecuada utilización de las distintas instituciones de inversión colectiva. En definitiva, un esfuerzo de acercamiento del producto al cliente, de modo que éste conozca, de forma simple pero exhaustiva, las características, el funciona-

miento y las ventajas que cada tipo de institución puede aportarle dependiendo de sus circunstancias personales y fiscales. La seguridad y profundidad de conocimientos que transmita el profesional es fundamental para que el inversor venza su reluc-tancia a invertir en grupo; y convertirá a aquél en un asesor cualificado de éste, más que en un tra-dicional vendedor de productos financieros.

c) Un esfuerzo de personalización de la inver-sión, de forma que, en lo posible, el inversor no se sienta masa. Esto incluirá algún contacto personal, una información periódica cuidada y algunas co-municaciones extraordinarias que expliquen aque-llas circunstancias excepcionales que pueden tener consecuencias notorias para los resultados, el funcionamiento o la tributación del fondo o socie-dad.

El encaje, ya razonado anteriormente, que las instituciones de inversión colectiva tienen en el ne-gocio de los intermediarios financieros indepen-dientes, así como su perfil más próximo a la figura del asesor, hacen pensar que serán éstos quienes tiren con más fuerza de unos productos que, sin duda, deben marcar la evolución futura del ahorro estable en España. Las entidades de crédito pres-tarán una mayor atención a esta fórmula de captación del ahorro, especialmente si el público inver-sor comienza a demandarla. No obstante, la estra-tegia de comercialización tendrá un carácter de-fensivo o secundario en relación con los propios productos de pasivo de la institución, salvo que alguna entidad tome iniciativas semejantes a las que se produjeron en el lanzamiento de las super-cuentas.

Finalmente, debemos señalar que la labor de las sociedades gestoras será más fructífera en el con-texto de la nueva regulación de nuestro sistema financiero. La Ley del Mercado de Valores, el nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colecti-va, así como la importante labor que la Comisión Nacional del Mercado de Valores viene efectuando por lo que respecta a la transparencia y, en general, al necesario control del sector, configuran un mar-co más adecuado para la actuación de los profes-ionales.

2. Los fondos Fondtesoro

Pues bien, estas expectativas de resurgimiento de los fondos de inversión, con protagonismo cre-ciente de los intermediarios financieros indepen-dientes, se están haciendo realidad actualmente a través de una innovación reciente, que está actuando de catalizador de las virtudes de los fondos y del nuevo enfoque que éstos deben recibir por par-

te de las entidades que los promueven y comercia-lizan: nos referimos a los fondos Fondtesoro. Ade-más de las ventajas comunes a todo fondo de in-versión, los Fondtesoro aportan las siguientes:

- La seguridad intrínseca de la deuda del Es-tado.
- La garantía adicional que aporta el hecho de que sólo pueden gestionar y comercializar un Fondtesoro aquellas sociedades gestoras que, a juicio del Tesoro Público, dispongan de los medios materiales y humanos adecuados.
- Una limitación de los gastos totales que los Fondtesoro deben satisfacer (el 1,5 por 100 del patrimonio medio para los FIAMM y el 1,75 por 100 para los FIM).
- Una limitación de las comisiones de suscrip-ción y reembolso. En los FIAMM no se permite ninguna; en los FIM se permite la de reembolso, con un máximo del 2 por 100 y sólo durante los dos primeros años de permanencia del partícipe en el fondo.
- El establecimiento de una aportación mínima, que en ningún caso podrá superar las 200.000 pe-setas para los FIAMM y las 50.000 para los FIM.
- Las labores de inspección y control que, ade-más de la CNMV, ejerce el propio Tesoro.
- La transparencia que, tanto el Tesoro como la CNMV, conceden a las rentabilidades, gastos, et-cétera, de cada Fondtesoro.

Todo ello dota a este producto de un margen inicial de seguridad y credibilidad que, apoyando las ventajas fiscales y de comodidad de utilización de todo fondo de inversión, convierten a Fondtesoro en el factor de popularización que precisaba la inversión colectiva en España. Con los Fondtesoro, además, se benefician todos los implicados: los ahorradores (pues disponen de una fórmula más segura, rentable y racional de invertir su dinero), el Tesoro Público (que captará mayores volúmenes y alargaré la vida media de la Deuda) y los interme-diaros financieros (que se benefician del apoyo publicitario del Tesoro y del «fondo de comercio» que supone la utilización de sus símbolos).

IV. ANALISIS DE LAS DISTINTAS ALTERNATIVAS DE INVERSION COLECTIVA

La actual legislación española sobre institucio-nes de inversión colectiva (tratada exhaustivamen-te en otro artículo del presente número), prevé la

existencia de dos grandes grupos de instituciones, según tengan o no carácter financiero. Dentro de las segundas se encontrarían, por ejemplo, los fondos de inversión inmobiliaria y los fondos de inversión en arte, figuras de las cuales se ha hablado bastante en nuestro país; sin embargo, la normativa sobre este grupo de instituciones es absolutamente vaga y generalista, por lo que podríamos considerarlas como «no reguladas».

Por lo que respecta a las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero, la legislación establece dos tipos básicos: sociedades de inversión y fondos de inversión. Las primeras tienen personalidad jurídica, y su capital está dividido en acciones que confieren a sus titulares la condición de socio y les atribuyen los derechos políticos correspondientes. Además, el propio Consejo de Administración de la sociedad puede decidir la política de inversiones a efectuar. Por el contrario, los fondos de inversión carecen de personalidad jurídica propia, siendo patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuyos derechos de propiedad vienen recogidos en participaciones, títulos que no confieren derechos políticos. Al no existir Consejo de Administración, la administración y gestión de los fondos está encomendada a una sociedad gestora, cuyas características y obligaciones están escrupulosamente determinados en la legislación vigente. Todos los fondos, y algunas sociedades, precisan contar con el concurso de un depositario, quien custodia los valores de sus carteras y se responsabiliza ante los partícipes o accionistas de las labores de vigilancia de la gestión.

Descendiendo finalmente al nivel de las distintas figuras que contempla la ley dentro de las sociedades y fondos, encontramos las siguientes: sociedad de inversión mobiliaria de capital fijo (SIM);

sociedad de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV); fondo de inversión mobiliaria (FIM) y fondo de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM). El cuadro núm. 1 recoge, de una forma muy esquemática, las diferentes características de todas estas figuras. A continuación, analizaremos sus ventajas e inconvenientes desde el punto de vista del ahorrador particular, teniendo en cuenta que su tratamiento fiscal es idéntico desde el 1 de enero de 1991.

1. Sociedad de Inversión Mobiliaria (SIM)

Ventajas:

- El inversor o accionista ejerce sus derechos políticos, tal y como lo haría en cualquier sociedad anónima.
- Puede, por lo tanto, ejercer un control sobre la política de gestión de la cartera de la sociedad.

Inconvenientes:

- El principal es el de la liquidez de la inversión. Al ser una sociedad de capital fijo, éste sólo puede ampliarse o reducirse mediante la aprobación de la Junta General de Accionistas, convocada según los requisitos que establece la Ley de Sociedades Anónimas. Por lo tanto, la compraventa de acciones sólo puede efectuarse en el mercado, quedando así condicionada a la política que lleve a cabo el grupo financiero del que dependa la SIM. Generalmente, los títulos de la SIM cotizan en Bolsa con unos descuentos apreciables sobre el valor teórico contable. Si no se cuida el valor, el coste de la obtención de liquidez puede ser un descuento bastante superior a lo que sería razonable en un título que tuviera mercado.

CUADRO NUM. 1
ANÁLISIS DE LAS DISTINTAS FORMULAS DE INVERSIÓN COLECTIVA

Características	SIM	SIMCAV	Fondo
Capital	Fijo	Variable	Variable
Derechos políticos	Sí	Sí	No
Tributación institución	1 por 100	1 por 100	1 por 100
Liquidez	Bolsa	Automática	Automática
Acumulación de rentas	Posible	Posible	Posible
Control de cotización	Total	5 por 100 valor liquidativo	Nulo
Control de gestión	Total	En función de la participación	Parcial
Ahorro en impuesto sobre el patrimonio	Muy factible	Limitado al 5 por 100	Nulo
Necesidad de accionistas	100	100	100
Capital mínimo	400 millones	400 millones	500 millones (FIM) 1.500 millones (FIAMM)
Necesidad de gestora	No	No	Sí
Necesidad de depositario	No	Sí	Sí
Flexibilidad	Difícil	Buena	Muy buena

2. Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable (SIMCAV)

Ventajas:

- Tiene las mismas que la SIM en cuanto a los derechos políticos, pero los titulares de acciones no tienen derecho de suscripción preferente.

Inconvenientes:

- El principal reside, de nuevo, en la liquidez; por cuanto, si bien es cierto que ésta puede obtenerse en condiciones sustancialmente mejores que en el caso de una SIM, no lo es menos que la normativa establecida para la emisión y el reembolso de las acciones es algo complicada para el inversor. De acuerdo con la legislación, siempre que la cotización oficial de las acciones sea superior o inferior en más de un 5 por 100 a su valor teórico, la SIMCAV debe intervenir en Bolsa vendiendo o comprando sus acciones. Estas ventas o adquisiciones, por parte de la SIMCAV, de sus propias acciones hacen que el capital de la sociedad oscile entre el inicial y el capital estatutario máximo (de hasta diez veces aquél), de modo que las acciones representativas del capital estatutario que no estén en manos del público las mantiene la SIMCAV en su cartera.

3. Fondo de Inversión Mobiliaria (FIM)

Ventajas:

- La ventaja más clara de cualquier fondo de inversión radica en la total liquidez y flexibilidad que ofrece. Los partícipes que desean obtener el reembolso de sus participaciones no tienen más que solicitarlo a la sociedad gestora o al depositario, quienes deben hacer efectivo el pago en un máximo de setenta y dos horas al valor liquidativo correspondiente. Por otra parte, la posibilidad de suscribir o reembolsar fracciones de participación permite aportar o retirar las cantidades que el inversor considere oportunas, por pequeñas que sean y sin nominales fijos, de modo que aquél puede rentabilizar hasta la última peseta, evitando los saldos ociosos.

Inconvenientes:

- El inconveniente principal de los fondos de inversión, comparativamente frente a la SIM o SIMCAV, radica en la inexistencia de mecanismos de representación y control que permitan al partícipe controlar la política de gestión llevada a cabo

por la sociedad gestora. El único factor que puede diluir este inconveniente es la transparencia informativa, a la que ya hemos hecho alusión. Transparencia desde la sociedad gestora hacia los partícipes y desde las autoridades competentes hacia los mismos. Gracias a ellas, el mercado podrá ir potenciando aquellos fondos bien gestionados y desacreditando aquellos otros en los que pudieran apreciarse prácticas poco ortodoxas o ineficacias en la gestión.

4. Fondo de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM)

Son aplicables al FIAMM las ventajas e inconvenientes del FIM. La única diferencia entre ellos radica en la política de inversiones, limitada para aquél a títulos de renta fija o de interés implícito que, por su vencimiento a muy corto plazo y por su liquidez, pueden asimilarse a dinero. Ello hace que sean fondos que difícilmente dejan de obtener una rentabilidad positiva a lo largo de cualquier ejercicio; además, su liquidez se ve potenciada, en muchos casos, por la posibilidad de que el partícipe utilice un talonario de cheques ligado a su inversión en el fondo.

Cabe concluir este breve análisis de las distintas figuras de inversión colectiva señalando que, a igual fiscalidad, son los fondos de inversión los que, por su flexibilidad y liquidez, se configuran como la opción más idónea para la mayoría de los ahorradores, quedando la SIM y la SIMCAV como alternativas para quienes precisan ejercer un control sobre la política de inversión a seguir.

V. NUEVAS TENDENCIAS EN LA INVERSIÓN COLECTIVA

El mayor desarrollo que en otros países industrializados ha tenido la inversión colectiva ha movido, tanto a sus autoridades como a las instituciones presentes en este sector, a una evolución cuyo reflejo más importante es la variedad de instituciones con que cuentan los ahorradores de esos países. En este sentido, analizando la evolución ofrecida por la legislación luxemburguesa, la más adelantada de la CEE en esta materia, podemos orientarnos respecto al futuro que previsiblemente espera a las instituciones de inversión colectiva españolas.

En primer lugar, destaca el proceso de especialización creciente de las IIC. Inicialmente, tuvo lugar por el riesgo de las inversiones, distinguiéndose

entre fondos de renta fija y de renta variable. Posteriormente, dado que las coyunturas económicas y bursátiles por las que atraviesan los distintos países son lógicamente diferentes, se inició una diversificación por países y divisas: fondos en marcos, en dólares, etc.; incluso se ha ido entrando en algunos mercados de valores que, aunque presentan riesgos de iliquidez, ofrecen posibilidades de obtener plusvalías ciertamente elevadas. Finalmente, la especialización ha llevado a la creación de fondos para invertir en determinados segmentos del mercado (compañías de pequeña capitalización, etcétera) o en ciertos sectores de actividad (por ejemplo, el farmacéutico).

Esta especialización plantea dos problemas básicos a los inversores. Por una parte, la mayor complejidad en la elección de las instituciones por parte del inversor; por otra, el coste que supone el movimiento entre los distintos fondos, tanto por las comisiones de entrada que se suelen aplicar como por los incrementos de patrimonio que se ponen de manifiesto en cada movimiento.

Para atajar estos problemas, surgieron los *umbrella funds* o «fondos paraguas», que se constituyen como un solo fondo con compartimentos destinados a distintos tipos de inversión. En ellos, sólo se paga comisión al entrar en el fondo y sólo se paga IRPF al salir, quedando eximidos de ambos conceptos todos los movimientos que el partícipe efectúe entre los distintos compartimentos.

En España, no existe aún legislación que ampare los fondos paraguas, por lo que es urgente su regulación con el fin de equipararnos a otros países europeos. Si el problema no se abordara por esta vía, cabría, como mal menor, y teniendo en cuenta que el tema de las comisiones es modificable a voluntad de cada entidad, que se atacara el tema de la tributación de aquellos reembolsos cuyo destino es la reinversión en una gama diferente de activos. Con un mecanismo de exención de este estilo, aplicable para los fondos de una misma entidad o, análogamente a lo establecido para los fondos de pensiones, para cualquier movimiento entre los distintos fondos del mercado, la opción de la inversión colectiva se perfilaría como la alternativa más válida para una gran mayoría de inversores, por su eficiencia y comodidad de utilización.

Uno de los aspectos básicos de la legislación luxemburguesa es la diferenciación entre *OPCVM's* y *NON-OPCVM's*. Los primeros (*organismes de placement collectif en valeurs mobilières*) invierten mayoritariamente en valores cotizados o negociados en mercados organizados. De ellos se excluyen aquellas instituciones en las que, a pesar de cumplir básicamente lo anterior:

- Las inversiones en empresas de capital-riesgo, bien por ser de nueva creación, bien por su reciente desarrollo, superan el 20 por 100 del patrimonio.

- Los valores no cotizados suponen más del 20 por 100 del patrimonio, exceptuando la liquidez y los depósitos a corto plazo.

- La inversión en instituciones de inversión colectiva, tipo *OPCVM*, es igual o superior al 20 por 100 del patrimonio neto.

- Están especializadas en mercado monetario y activos a corto plazo, con una inversión de al menos el 20 por 100 del patrimonio.

- Se contempla, dentro de la política de inversiones, una situación de financiación recibida superior al 25 por 100 de los activos netos y el propósito de dicha financiación es exclusivamente la inversión en activos.

También se considera *NON-OPCVM* aquel fondo paraguas que contemple algún compartimento que no cumpla las condiciones impuestas a los *OPCVM's*.

Esta distinción entre *OPCVM's* y *NON-OPCVM's* afecta a la comercialización de las instituciones: las primeras pueden comercializarse sin necesidad de una autorización especial, y cumpliendo simplemente determinados requisitos administrativos, en todos los países de la CEE. Por el contrario, para los segundos se requiere autorización expresa y discrecional de las autoridades financieras del país donde se vaya a comercializar.

Además de los fondos paraguas y de la diferenciación entre *OPCVM's* y *NON-OPCVM's*, la legislación luxemburguesa nos aporta otras figuras de interés:

Fondos de capital riesgo

Estos fondos invierten mayoritariamente en valores de renta variable emitidos por sociedades recientemente creadas, o incluso de nueva creación, que no cotizan en mercado alguno. El florecimiento de este tipo de fondos permite a los nuevos empresarios acceder a una financiación que difícilmente conseguirían de no existir esta figura. Por su parte, el inversor obtiene, a cambio de un mayor riesgo, una mayor rentabilidad esperada de su inversión.

Fondos especializados en futuros y opciones

Los mercados de futuros y opciones permiten obtener beneficios importantes cualquiera que sea

la coyuntura por la que atraviere el mercado del activo subyacente (sobre el que se referencian los contratos).

Entre este tipo de fondos destacan aquellos que se denominan «asegurados». Suelen ser de capital cerrado y tener una duración limitada, y en ellos una parte del patrimonio del fondo se invierte en un cupón cero, de tal forma que, al final de la vida del fondo, está garantizada la recuperación del principal de la inversión efectuada. Con el resto, se efectúan inversiones especulativas en futuros y opciones. En este tipo de fondos, el inversor limita su riesgo al lucro cesante que vendría dado por los intereses que, en ese plazo de tiempo, habría obtenido en una inversión alternativa. En contrapartida, tiene una clara expectativa de mejorar sustancialmente su rentabilidad gracias a los futuros y las opciones.

Fondos inmobiliarios

Permiten el acceso al sector inmobiliario a pequeños inversores que, de otra forma, no tendrían la posibilidad de beneficiarse de las plusvalías y rendimientos de la inversión en inmuebles. De acuerdo con la normativa actual, pueden acceder no sólo a la propiedad directa de inmuebles, sino

también a la adquisición de acciones de sociedades cuyo objeto exclusivo sea la compra y venta de ese tipo de bienes. Incluso pueden invertir en derechos de uso a largo plazo y en opciones sobre inmuebles.

El ahorrador español no va a tardar en descubrir todas estas figuras, bien por la próxima presencia en España de instituciones extranjeras que las comercialicen, bien por la propia promoción por parte de los intermediarios nacionales.

Es evidente, para terminar, que el desarrollo de la inversión colectiva está en una fase de avance rápido. Los Fondtesoro están galvanizando la atención hacia el instrumento fondo de inversión, se escriben muchos artículos en torno a ellos, se hace propaganda en prensa y, muy significativamente, algunos bancos ya anuncian sus fondos en televisión.

Estamos asistiendo a un fenómeno muy necesario, tanto para los ahorradores como para la propia economía nacional. No puede abandonarse esta línea, sino profundizarse en la consolidación de la inversión colectiva. Sírvanos la experiencia de Luxemburgo, que, gracias a una legislación vanguardista, pero muy rigurosa, ha conseguido convertirse en un centro financiero de importancia mundial, con una intensa dedicación a la inversión colectiva.