

mente aprobado podría suponer un aumento de la competitividad interna del sector, al haber disminuido los costes fiscales derivados del cambio de fondo, aunque continúa estando penalizado. Asimismo, supone una menor carga tributaria a corto plazo, excepto para niveles bajos de renta. Por contra, a largo plazo el sector ha perdido atractivo en términos de rentabilidad financiero-fiscal frente a sus competidores. El régimen transitorio establecido prima el mantenimiento de las inversiones existentes con carácter previo, e incluso la elección de fondos distintos para las posteriores aportaciones.

7.º El hecho de que la comisión de gestión englobe el coste de la distribución provoca algunas distorsiones importantes: no tiene en cuenta el canal de comercialización, no hace distinciones sobre las características de los inversores y penaliza a los partícipes más estables.

8.º El peso de los gastos totales repercutidos a los fondos ha disminuido ligeramente a lo largo del período analizado, siendo muy importante el porcentaje representado por los costes de distribución. Los gastos de gestión y administración han ido disminuyendo su importancia, no teniendo un gran efecto las comisiones de suscripción y reembolso.

9.º Los fondos promovidos por entidades bancarias son los que, en general, repercuten menores costes seguidos por los promovidos por cajas de ahorro y sociedades y agencias de valores.

10.º Referido específicamente a la comisión de gestión, cabe señalar que las de los FIAMM son inferiores a las de los FIM y que dentro de éstos aumenta a la par el porcentaje de renta variable en cartera, existiendo una relativa estabilidad en cuanto a su evolución en el período estudiado.

11.º No se aprecia vinculación entre el tamaño de los fondos y las comisiones de gestión que repercuten, ni entre éstas y el volumen total administrado por las respectivas sociedades gestoras, lo

cual indica que los partícipes no se benefician de las economías de escala que se producen.

NOTAS

(1) A efectos de este artículo, seguiremos los criterios de clasificación incluidos en las estadísticas de la CNMV. Esto es, se considerarán como fondos de renta fija (RF) aquellos cuya cartera se materialice íntegramente en activos de renta fija, fondos renta fija-mixta (RFM) aquellos en los que la renta fija suponga entre el 75 y el 100 por 100 de su cartera, fondos de renta variable-mixta (RVM) aquellos en los que los activos de renta fija representen entre el 30 y el 75 por 100, y renta variable (RV) los que no inviertan más de un 30 por 100 en activos de renta fija.

(2) Se ha considerado como volatilidad la desviación típica de la rentabilidad a lo largo de los cinco años para cada clase de fondo.

(3) Un repaso a las principales técnicas cuantitativas existentes al respecto puede encontrarse en GRINBLATT (1992).

(4) Un ejercicio similar realizado para el mercado norteamericano durante el período 1971-1990 puede consultarse en SIRRI y TUFANO (1993).

(5) Resolución de 27 de julio de 1992, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, sobre criterios de contabilización de las participaciones de fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM).

REFERENCIAS

- ÁLVAREZ COBELAS, J. (1994), «Análisis de los fondos de inversión de renta fija en España», *Documento de Trabajo*, núm. 9.422, Centro de Estudios Monetarios y Financieros.
- GRINBLATT, M. (1992), «Cómo evaluar a los gestores de carteras», *Análisis Financiero*, núm. 58, tercer cuatrimestre.
- SIRRI, E., y TUFANO, R. (1993), *Buying and selling mutual funds: Flows, performance, fees and services*, Harvard Business School, 93-017.
- TREYNORY, J., y MAZUY, K. (1992), «¿Pueden los fondos de inversión anticipar el mercado?», *Análisis Financiero*, núm. 58, tercer cuatrimestre.
- ZURSTRASSEN, P. (1993), «Quelle politique de prix pour un OPCVM européen?», *ALFI Year Book 1993*.

VEHÍCULOS DE INVERSIÓN GARANTIZADOS: INTRODUCCIÓN A UNA CONTROVERSIA

Carlos Contreras (*)

I. INTRODUCCIÓN

En verano de 1995, se inició en nuestro mercado la moda de los fondos de inversión garantizados y en los últimos meses del año comenzó la comercialización de fondos de pensiones garantizados. El lanzamiento de estos vehículos de inversión ha sido objeto de una importante controversia en nuestro país durante el cuarto trimestre del año 1995, controversia que todavía hoy no debe darse por cerrada definitivamente.

En el presente artículo se comentan algunas de las principales cuestiones que han sido debatidas y sirve de introducción a las técnicas financieras de «cobertura de la garantía» empleadas en la construcción de estos vehículos. En concreto, el trabajo intenta contestar las siguientes siete cuestiones relacionadas con el tema: 1) ¿Es relevante la controversia sobre los vehículos garantizados? 2) ¿Qué necesidades satisfacen estos instrumentos? 3) ¿En qué consiste un fondo de inversión garantizado? 4) ¿Son los fondos garantizados auténticas instituciones de inversión colectiva? 5) ¿Cuál es la controversia sobre su tratamiento fiscal? 6) ¿Cómo se construye un fondo de inversión garantizado? 7) ¿Tienen futuro estos vehículos de inversión?

II. UNA CONTROVERSIA JUSTIFICADA

La controversia que se ha puesto de manifiesto en relación con los vehículos de inversión garantizados es relevante al menos por cuatro circunstancias:

a) *El peso y la diversidad de los agentes implicados*

En el caso de los fondos de inversión garantizados se observan argumentos cruzados. Por un lado, entre aquellos agentes del mercado que optaron por la modalidad de fondos de inversión con garantía interna y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Por otro lado, entre los administrados

y la Dirección General de Tributos (DGT) en relación al tratamiento fiscal de los fondos constituidos en el extranjero y sobre el tratamiento fiscal de los resultados derivados del ejercicio de la garantía en el caso de los fondos sujetos a legislación española. En otro orden de cosas, le corresponde al Banco de España, como supervisor del sistema bancario, opinar sobre el tratamiento de las garantías externas concedidas por entidades bancarias en relación al consumo de recursos propios y a su efecto sobre la cuenta de resultados, así como evaluar la dificultad de valorar una garantía vinculada a la cartera de un fondo de inversión cuyo patrimonio es ajeno a la entidad bancaria garante.

En el caso de los fondos de pensiones garantizados (1), el debate se ha manifestado entre un conjunto de agentes del mercado y la Dirección General de Seguros. Esta entidad, supervisora del sector de seguros y pensiones, ha puesto en duda la oportunidad del lanzamiento de los fondos de pensiones garantizados, postura luego matizada por la Secretaría de Estado de Economía a finales de 1995. También, entre la Dirección General de Tributos y los agentes del mercado se ha debatido en relación al tratamiento fiscal de los fondos de pensiones garantizados. Y finalmente, y ya en el ámbito de los administrados, entre UNESPA como representante del sector de compañías de seguros y la AEB como representante de la banca, en relación a la posible competencia desleal derivada de la utilización de estos productos, ante la dificultad de que la garantía de rentabilidad de los fondos de pensiones (y su dotación de liquidez) sean ofrecidos por entidades no pertenecientes a grupos del sistema bancario.

b) *La relativa complejidad técnica de las cuestiones implicadas en estos instrumentos*

A la «ingeniería» financiera implicada en la construcción de vehículos garantizados se añaden las complicaciones derivadas de la necesidad de hacer transparentes a los ahorradores las estructuras de la garantía de rentabilidades, por motivos comerciales, ya que el producto que llega al ahorrador debe

ser muy sencillo. Como resultado, un producto de este tipo comporta instrumentos financieros, sistemas de gestión y contratos legales que generan complicaciones y dificultan la interpretación jurídica y fiscal del negocio global.

c) El rápido éxito de ese segmento del mercado

El patrimonio de los fondos garantizados se ha acumulado realmente desde el verano de 1995, si bien el primer fondo garantizado comercializado con éxito en nuestro país se remonta al otoño de 1994. En los últimos meses, y tras la eliminación de las ventajas para los fondos constituidos en el extranjero, el desarrollo de los fondos garantizados se ha producido básicamente en el segmento de fondos de garantía externa.

Hasta el mes de noviembre de 1995, mes en que se planteó el problema del tratamiento fiscal de los vehículos domiciliados fuera de España, se habían creado siete instrumentos de inversión colectiva con garantía interna, que habían captado cerca de 141.000 millones de pesetas y tenían más de 35.900 partícipes.

Respecto a los fondos de garantía externa constituidos en España, a finales de febrero de 1996 su número ascendía a 42, con un patrimonio agregado de unos 350.000 millones de pesetas aproximadamente (véanse gráficos 1 y 2).

La cuota actual de los fondos de inversión garantizados en la industria española de la inversión colectiva asciende ya a aproximadamente un 2,6 por 100 (véase gráfico 3).

d) La percepción de la creciente aceptación de este tipo de productos en un futuro

La participación de los fondos en el avance total de la industria de la inversión colectiva en nuestro país entre agosto de 1995 y febrero de 1996 representa en torno a un 15 por 100.

Previsiblemente, el avance de estos productos durante 1996 continuará siendo espectacular, si se tiene en cuenta que, durante los dos primeros meses del año, el 70 por 100 de los nuevos fondos registrados en la CNMV corresponden a vehículos garantizados.

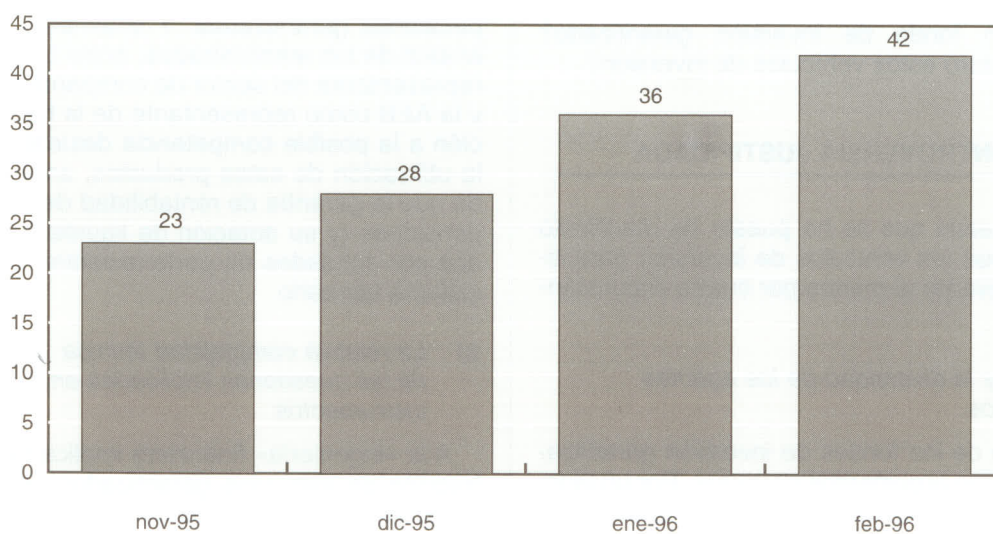
III. LA DEMANDA DE FONDOS DE INVERSIÓN GARANTIZADOS

En el ámbito de los fondos de inversión de renta fija los fondos garantizados han venido a satisfacer la demanda de ahorradores con elevada aversión al riesgo, vocación de permanencia en el vehículo de inversión elegido y menor valoración de la liquidez.

Los fondos de inversión garantizados han despertado el interés de aquellos ahorradores dispuestos a aceptar una menor rentabilidad a cambio de tener la garantía de poder vender sus participaciones en un fondo a un valor determinado y en un vencimiento concreto, disfrutando de las atractivas ventajas fiscales de las instituciones de inversión colectiva.

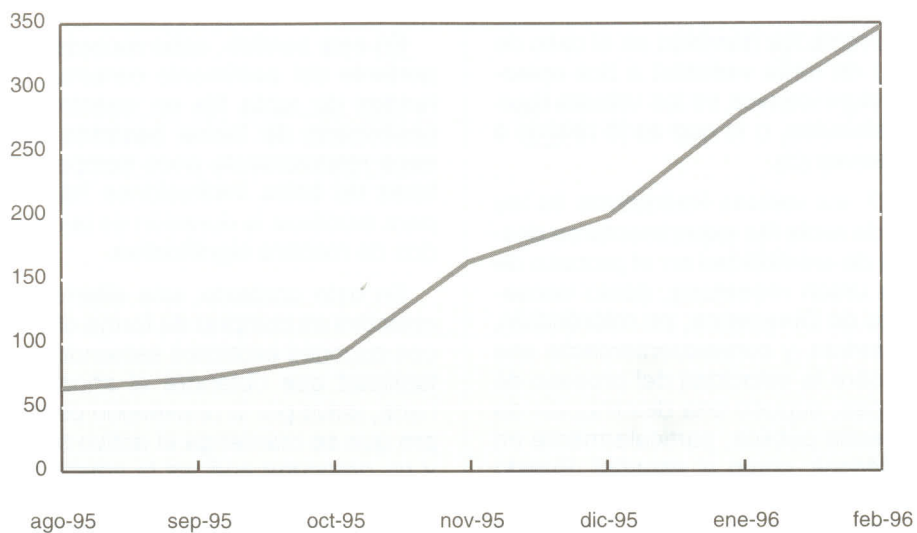
Por otra parte, la combinación de expectativas en el mercado, que señalan la probabilidad de un descenso de tipos de interés a medio plazo en nuestro

GRÁFICO 1
NÚMERO DE FONDOS GARANTIZADOS (*)



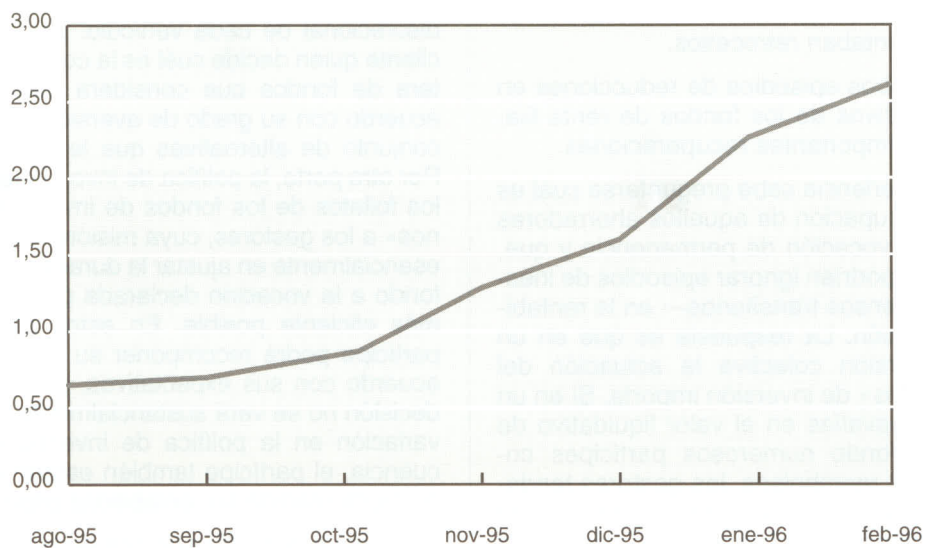
(*) Sólo fondos de garantía externa.
Fuente: Ahorro Corporación.

GRÁFICO 2
PATRIMONIO DE FONDOS DE INVERSIÓN GARANTIZADOS (*)
 (Miles de millones)



(*) Sólo fondos de garantía externa.
 Fuente: Ahorro Corporación.

GRÁFICO 3
PARTICIPACIÓN DE LOS FONDOS GARANTIZADOS (*)
EN LA INDUSTRIA DE INVERSIÓN COLECTIVA
 (En porcentaje)



(*) Sólo fondos de garantía externa.
 Fuente: Ahorro Corporación.

país (2), y la experiencia reciente de episodios de intensa inestabilidad transitoria en los mercados financieros, parecen justificar el atractivo de los fondos garantizados.

Durante la parte transcurrida de la década de los años noventa, hemos asistido en el mercado de fondos de inversión de renta fija (también en el caso de los fondos mixtos y de renta variable) a dos episodios de retrocesos significativos en los valores liquidativos de estos vehículos, o lo que es lo mismo a rentabilidades negativas (3).

En junio de 1992, los valores liquidativos de los principales fondos de renta fija experimentaron descensos. La pérdida de credibilidad en el proceso de construcción de la unión monetaria, como consecuencia del rechazo de Dinamarca, en referéndum, al Tratado de Maastricht, y consecuentemente una menor confianza sobre la velocidad del proceso de convergencia europea, supuso una disminución de los precios de la deuda pública, particularmente en los mercados periféricos, como el español. Puesto que los bonos y obligaciones de deuda pública a medio y a largo constituyen los activos esenciales de los fondos de renta fija, durante ese período los fondos generaron minusvalías, implicando un notable coste de oportunidad respecto de la rentabilidad generada por un pasivo bancario o del Tesoro a corto plazo.

Posteriormente, en febrero de 1994, el inicio de un proceso de elevación de los tipos de interés oficiales por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos ofrecía a los mercados la señal de un cambio de ciclo respecto a la política monetaria. El impacto negativo sobre el mercado de bonos se trasladaba hacia el mercado alemán que, actuando como un eslabón de transmisión, trasladaba la bajada de precios de los bonos al mercado español. De nuevo, los valores liquidativos de los fondos de renta fija experimentaban retrocesos.

Después de ambos episodios de reducciones en los valores liquidativos de los fondos de renta fija, se han producido importantes recuperaciones.

Desde esta experiencia cabe preguntarse cuál es el motivo de preocupación de aquellos ahorradores que invierten con vocación de permanencia y que, en consecuencia, podrían ignorar episodios de inestabilidad —y descensos transitorios— en la rentabilidad de su inversión. La respuesta es que en un vehículo de inversión colectiva la actuación del resto de los «socios» de inversión importa. Si en un momento de minusvalías en el valor liquidativo de un determinado fondo numerosos partícipes comienzan a realizar reembolsos, los gestores tenderán a liquidar las posiciones en bonos, convirtiendo las plusvalías potenciales en realizadas. Además, si el fondo se gestiona de forma discrecional, el reembolso de participaciones puede conducir (con objeto de proteger el patrimonio) a una política de gestión más conservadora. La duración de la cartera del

fondo disminuirá y el fondo no se beneficiará de la posterior recuperación en los precios de los bonos. En consecuencia, los partícipes que mantienen su inversión en el fondo con vocación de permanencia se ven influidos por las decisiones de aquellos partícipes que abandonaron el fondo.

En este sentido, cabe recordar que una parte importante del patrimonio conjunto del segmento de fondos de renta fija en nuestro mercado ha sido gestionada de forma bastante discrecional hasta hace relativamente poco tiempo. Es decir, los gestores de estas instituciones han tenido capacidad para modificar la duración de las carteras de los fondos de manera significativa.

En este contexto, una alternativa a la inversión colectiva es comprar de forma directa deuda pública con cupones explícitos sabiendo que la tasa de rentabilidad que obtendrá el ahorrador está determinada, salvo por la reinversión de los cupones, siempre que se mantenga el activo hasta el vencimiento y no preocupe cuál es la volatilidad intermedia del precio de su activo. Sin embargo, esta alternativa resulta cara en términos de rentabilidad financiero-fiscal. Los cupones que el ahorrador cobra de los bonos elegidos tienen tratamiento de rendimientos explícitos de capital mobiliario y están sujetos a una retención del 25 por 100, lo que empeora sustancialmente la rentabilidad financiero-fiscal comparada con un fondo.

Como resultado, la figura de los fondos garantizados que ofrece protección de rentabilidad y ventajas fiscales parece destinada a gozar de amplia aceptación.

¿Es esta oferta la única alternativa? La industria de la inversión colectiva en nuestro país está evolucionando recientemente hacia un sistema de comercialización de «cestas de fondos» con gestión no discrecional de cada vehículo. De forma que es el cliente quien decide cuál es la composición de la cartera de fondos que considera más apropiada, de acuerdo con su grado de aversión al riesgo entre un conjunto de alternativas que le ofrece el mercado. Por otra parte, la política de inversiones contenida en los folletos de los fondos de inversión «ata las manos» a los gestores, cuya misión de gestión consiste esencialmente en ajustar la duración de la cartera del fondo a la vocación declarada por éste de la forma más eficiente posible. En estas circunstancias, el partícipe podrá recomponer su cesta de fondos de acuerdo con sus expectativas, pero si mantiene su decisión no se verá sustancialmente expuesto a una variación en la política de inversiones. En consecuencia, el partícipe también estará «garantizando» en cierta medida su rentabilidad esperada.

Si bien esta política de comercialización de fondos se va generalizando lentamente en nuestro país, exige que el ahorrador participe de alguna forma en la «gestión de su cartera de fondos» de forma explícita, eligiendo los porcentajes asignados a cada

tipo de fondo, lo que implica un estadio de desarrollo financiero algo superior al que vivimos todavía en nuestro mercado. Además, aunque los gestores del fondo no modifiquen su política de inversiones nunca es posible asegurar la completa homogeneidad de los partícipes, ya que, en un escenario dinámico, éstos modificarían de forma diferente su actitud frente al riesgo, sus expectativas de mercado o cambiarían de forma heterogénea sus necesidades de liquidez. Como resultado, en vehículos abiertos de inversión no garantizados resulta difícil tener asegurada una rentabilidad dada en un período determinado.

IV. ¿EN QUÉ CONSISTE UN FONDO DE INVERSIÓN GARANTIZADO?

En un fondo de inversión garantizado de renta fija, habitualmente se asegura al ahorrador que las participaciones suscritas durante el período de lanzamiento (un espacio temporal determinado) gozarán de una revalorización mínima en una fecha dada (y, normalmente, exclusivamente en esta fecha).

Habitualmente, la rentabilidad que se asegura al partícipe en un fondo garantizado es mínima y dependiendo de la evolución del mercado puede incluso resultar superior.

Las participaciones reembolsadas antes de la fecha establecida de reembolso pierden la garantía de revalorización y las participaciones suscritas después del período de lanzamiento no gozan formalmente de dicha garantía. Sin embargo, en este último caso, el partícipe puede normalmente esperar que el valor liquidativo del fondo alcance un determinado nivel. En concreto, aquel valor liquidativo que corresponde a la revalorización que se garantizó a los que suscribieron durante el período de lanzamiento, ya que cabe esperar que los gestores y garantes hayan construido el fondo intentando que no se ejerza la garantía. Por supuesto este valor liquidativo «esperado» no implicará al suscriptor que compra fuera del período de lanzamiento la misma rentabilidad que la anunciada (4).

En nuestro mercado se ha recurrido a dos fórmulas para instrumentar la garantía:

Bajo una primera fórmula tenemos vehículos de inversión constituidos en algún país comunitario, esencialmente en Luxemburgo, bajo la forma de SICAV, y en Irlanda bajo la forma de PLC, aunque también en Francia los fondos garantizados están gozando de bastante popularidad. En este caso, la garantía es interna, lo que significa que la propia cartera del fondo contiene los instrumentos que aseguran la rentabilidad del fondo. Básicamente, los instrumentos que sirven para asegurar la rentabilidad del vehículo son derivados de tipos de interés *over the counter* (OTC) que no cotizan en mercados organizados contratados entre el fondo y una o varias entidades bancarias.

Estos vehículos de inversión (SICAVs y PLCs) están sujetos a la legislación comunitaria de inversión colectiva. La autorización de los mismos corresponde a las autoridades supervisoras de los mercados de valores de cada país comunitario de origen, y para su comercialización en España necesitan la verificación de la CNMV española.

Este sistema de garantía de la rentabilidad del fondo mediante derivados OTC no es posible en el caso de instituciones de inversión colectiva constituidas conforme a legislación española, puesto que estos instrumentos no cotizan en mercados organizados. De acuerdo con nuestra legislación, los fondos españoles no pueden incluir este tipo de contratos en su cartera.

Una segunda fórmula corresponde a la garantía externa. Esta fórmula ha sido utilizada más abundantemente en nuestro país aplicada a fondos constituidos de acuerdo a la legislación española y registrados en la CNMV. En este caso, la garantía es prestada de forma personal al partícipe por un agente externo al fondo —normalmente una entidad bancaria— y mediante un documento independiente de la propia institución de inversión colectiva.

La primera cuestión sobre la garantía a especificar desde el punto de vista financiero es ¿qué cubre exactamente?

En los fondos garantizados comercializados en España, la garantía cubre tanto el capital como una determinada rentabilidad. En otros países, también gozan de popularidad fondos que garantizan únicamente el principal invertido pero la rentabilidad está abierta a la evolución del mercado. Este tipo de fondos habitualmente garantizan la recuperación del capital (rentabilidad cero) y apuestan por la evolución del valor de una determinada variable (una determinada acción, un índice bursátil, un índice sectorial, un tipo de cambio, etc.) o incluso apuestan a relaciones entre variables (el diferencial entre tipos de interés de dos países en un determinado plazo, entre dos índices bursátiles de dos países, entre un índice bursátil y la rentabilidad de un bono, entre la evolución de la rentabilidad de un bono de corto plazo y una obligación de largo plazo, etc.)

Respecto de las condiciones legales de la garantía, la sociedad gestora debe informar al partícipe de diversas cuestiones importantes:

a) La existencia de *supervisión* o no por las autoridades del mercado de valores. En principio, si la garantía es interna y está permitida por la legislación del país esta supervisión se produce de forma directa. Por el contrario, si la garantía es externa puede o no estar supervisada, ya que es ajena a la institución de inversión colectiva.

b) La *fraccionabilidad* o no de la garantía en relación a las participaciones. Esto es, cuando un partícipe reembolsa participaciones ¿pierde la garantía

en todas las que adquirió o únicamente en las que ha vendido, permaneciendo la cobertura para las participaciones restantes? Por otra parte, si el fondo es abierto y un partícipe compra nuevas participaciones (después del período de lanzamiento) y posteriormente las vende ¿cuál es el criterio de cómputo aplicable a la garantía? Si se aplica el criterio fiscal FIFO (primera entrada-primera salida), estaría vendiendo de las primeras adquiridas, luego perdería cobertura de participaciones inicialmente sujetas a garantía. Si, por el contrario, se aplica un criterio LIFO (última entrada-primera salida), el partícipe no perdería cobertura puesto que las adquiridas después del período de lanzamiento no gozaban de garantía.

c) El sistema de *ejecución* de la garantía. En el caso de garantía interna cabe esperar que los ingresos o plusvalías compensadoras que garantizan la consecución de la rentabilidad se ingresen directamente en el vehículo de inversión y de ello se ocupan los gestores. Si la garantía es externa, el documento de la garantía debe mencionar si el partícipe recibe un abono en la cuenta bancaria asociada por la diferencia entre la rentabilidad garantizada y la obtenida por el fondo (como plusvalía potencial), o bien debe reclamar en una oficina del garante y, en este caso, si existe caducidad del derecho de reclamación. También es importante conocer si para ejercer la garantía el partícipe necesita, o no, reembolsar participaciones.

d) La *transmisibilidad* de las garantías. Habitualmente, las garantías no son transmisibles ni separables de las participaciones. Si la instrumentación de la garantía permite su transmisibilidad resultaría necesario para el partícipe conocer si el garante ofrece liquidez a la garantía y, en caso afirmativo, los criterios de valoración.

e) La *efectividad* de la garantía, por otra parte, está normalmente condicionada a la ausencia de modificaciones en la normativa que puedan alterar de forma negativa la valoración del fondo.

f) Otra cuestión de interés se refiere a la *política de gestión* que aplicará la sociedad gestora del fondo una vez concluido el período de garantía. Por motivos fiscales, resulta conveniente que los partícipes no tengan que abandonar el fondo y por ello deberían conocer con qué criterios se decidirá la futura política de inversiones.

V. ¿SON LOS VEHÍCULOS GARANTIZADOS AUTÉNTICAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA?

Las autoridades españolas supervisoras del mercado de valores han expresado la aceptación de los fondos garantizados como instituciones de inversión cuando la garantía es externa, considerando que el fondo es de régimen común y el contrato de garantía de revaloración a una fecha dada, suscrito

entre una entidad financiera y el partícipe, es ajeno al fondo.

Sin embargo, en relación con los fondos garantizados constituidos en Luxemburgo y en Dublín, las autoridades supervisoras del mercado consideran discutible que puedan ser calificados como auténticas instituciones de inversión colectiva. En este sentido, se ha realizado una consulta a la Comisión Europea para conocer si algunos de los fondos garantizados que utilizan productos derivados OTC incumplen la legislación comunitaria sobre los fondos de inversión. La posible situación de ambigüedad podría quedar resuelta si sale adelante la nueva directiva sobre fondos de inversión que en estos momentos se encuentra paralizada por diversas discrepancias entre los países miembros. De momento, la Comisión Europea ha pedido que se extreme el control de los fondos garantizados que utilizan productos derivados OTC, pero se mantiene cierta ambigüedad sobre su auténtica naturaleza.

Los tres motivos que pueden hacer discutible la calificación de instituciones de inversión colectiva a los fondos de inversión con garantía interna son los siguientes:

a) *Concentración de riesgo de crédito*

La utilización de contratos de permuta financiera (*swaps*) y otros productos derivados OTC firmados entre los fondos y una o unas pocas entidades bancarias, que sirven para garantizar la rentabilidad, no responde, en opinión de los supervisores, a la aspiración de diversificación de riesgo de crédito propia de las instituciones de inversión colectiva.

b) *Utilización de productos derivados OTC*

La utilización de *swaps* de tipos de interés y otros derivados, que son instrumentos que no cotizan en mercados organizados, no contribuye, a juicio de los supervisores españoles, a asociar a estos productos con instituciones de inversión colectiva, desde la perspectiva de la interpretación de la Directiva del Consejo 85/611 de la Comunidad Económica Europea. La explicación es que la utilización de productos OTC altera la valoración de su patrimonio a partir de valores cotizados.

A pesar de esta interpretación, la legislación europea en materia de inversión colectiva autoriza a comercializar en todos los países de la Unión aquellos fondos que, a juicio de las autoridades de origen, cumplan con los requisitos de la directiva de inversión colectiva.

En consecuencia, el reconocimiento como instituciones de inversión colectiva (UCIT) por parte del estado miembro en el que se constituye el fondo legitima su comercialización en España, siempre que se inscriban como tales en la CNMV. En este caso,

los supervisores españoles velarán exclusivamente por la adecuada comercialización y por la suficiencia y fiabilidad de la información suministrada a los partícipes, correspondiendo a las comisiones de valores de los estados de origen la auténtica supervisión de estos fondos.

c) *Limitaciones a la naturaleza abierta y de duración indefinida de los fondos*

La existencia de fuertes comisiones de reembolso (y también en ocasiones de elevadas comisiones de suscripción fuera del período de lanzamiento) en los fondos con garantía, los convierte en vehículos «semiabiertos».

El establecimiento de comisiones elevadas de entrada y de salida se justifica en la conveniencia de proteger la estructura de cobertura de la garantía de rentabilidad (que vincula la cartera de valores del fondo con los instrumentos derivados), pero puede interpretarse que implica cierta desvirtuación de la naturaleza líquida típica de los fondos.

Por otra parte, el establecimiento de horizontes definidos de inversión contribuye también a modificar el carácter de duración indefinida de los fondos.

Los agentes del mercado que no comparten estas interpretaciones ofrecen los siguientes argumentos en relación a la crítica de la concentración de riesgo de crédito en el caso de utilización de derivados OTC:

a) Dicha concentración de riesgos no afecta a los importes principales de la inversión, sino al riesgo de reinversión de los intereses. En consecuencia, la concentración de riesgo de crédito es sustancialmente menor.

b) Muchas de las contrapartidas típicas de derivados OTC tienen calificación crediticia (*rating*) tan buena o mejor que la correspondiente a los activos incorporados en la cartera de los fondos.

c) La evolución de los tipos de interés en el mercado puede implicar que el valor del derivado estuviera, de hecho, generando minusvalías al fondo, es decir, que el fondo fuera deudor y no acreedor de su contrapartida bancaria, en cuyo caso no sería relevante que la contrapartida bancaria no pudiera atender los compromisos financieros implicados en los instrumentos derivados. Esto refuerza la idea de menor concentración de riesgo de la que aparentemente existe.

d) Además, si se desea, siempre es posible resolver el problema de concentración de riesgo de crédito por varias vías:

1) Diversificar las contrapartidas de los contratos OTC entre un número suficiente de entidades bancarias.

2) Realizar una «colateralización» o adhesión

de garantías reales adicionales con la entidad contrapartida del derivado.

3) Buscar una entidad garante exterior que proteja los flujos implicados en el instrumento derivado o, incluso, por cuenta de la gestora que soporte toda la estructura del fondo garantizado. En Francia, por ejemplo, un banco suele avalar el conjunto de pagos de la gestora.

Por lo que respecta a los fondos de inversión constituidos conforme a legislación española, que han recibido el beneplácito de las autoridades supervisoras españolas, los agentes del mercado mantienen una valoración discrepante:

Los agentes que han elegido esta fórmula destacan como una ventaja importante su sencillez. Los partícipes tienen un fondo de inversión de régimen común y, en consecuencia, una fórmula de inversión ya conocida por ellos, y además una entidad bancaria que les merece confianza les ofrece la garantía de que, en caso de que el fondo no les proporcione la rentabilidad ofrecida, obtendrán la diferencia directamente de dicha entidad bancaria.

Los críticos de esta fórmula destacan, sin embargo, algunos argumentos en contra:

a) El contrato de garantía externo, aun conocido por la CNMV, no está formalmente supervisado al menos por responsables del mercado de valores, ya que constituye un contrato entre una entidad bancaria, supervisada por el Banco de España y un ahorrador.

b) A diferencia de los contratos que sustentan los productos derivados OTC (*over the counter*), que están estandarizados y son aceptados por el mercado (como, por ejemplo, los contratos ISDA o SWAPCEM), las «cartas de garantía» de los fondos de inversión resultan por el momento documentos sin ninguna tradición jurídica.

c) La garantía externa puede originar ciertos problemas de distorsión del espíritu de existencia de «murallas chinas». La capacidad de prestar una garantía que complemente los resultados obtenidos por otros gestores a un partícipe, por parte de una tercera entidad depende esencialmente de la confianza por parte del garante de que la sociedad gestora cumplirá exactamente con la política de inversiones acordada. Si el garante del fondo de inversión es además propietario de la sociedad gestora del fondo, y habitualmente depositario de éste, esta «confianza» está asegurada por su capacidad de intervención a través de los órganos de gobierno de la gestora para que se cumpla la política de inversiones diseñada inicialmente, pero en este caso cabe preguntarse por el estricto cumplimiento de la filosofía de separación e incompatibilidades entre gestora y depositario, señaladas en la legislación.

En el caso de sociedades gestoras independientes (no vinculadas patrimonialmente a bancos y cajas de ahorros), las relaciones contractuales entre el

garante elegido y el partícipe y, por otro lado, entre el garante y la sociedad gestora resultarán previsiblemente más curiosas. Como el garante no puede intervenir en la gestión del fondo cabe esperar que exija a la sociedad gestora la devolución de cualquier importe que tuviera que pagar éste por no conseguir el fondo la rentabilidad garantizada.

VI. TRATAMIENTO FISCAL DE LOS FONDOS GARANTIZADOS

La interpretación de la Administración sobre el tratamiento fiscal de los fondos garantizados se encuentra en la contestación de la Dirección General de Tributos, de fecha 7 de noviembre de 1995, a una consulta no vinculante sobre el tema. En resumen, la situación expuesta es la siguiente:

a) En el caso de fondos de inversión mobiliaria acompañados por una *garantía personal externa* al fondo, se considera que:

— Los resultados obtenidos correspondientes al FIM tienen el tratamiento de instituciones de inversión colectiva, esto es, incremento de patrimonio con una reducción de la plusvalía gravable del 7,14 por 100 a partir del segundo año; mientras que

— el importe que se satisfaga al partícipe como consecuencia del ejercicio de la garantía (en su integridad, es decir, incluida aquella parte que pudiera compensar al inversor por la eventual pérdida experimentada en su inversión original) tiene naturaleza de rendimiento de capital mobiliario regular, en consonancia con el artículo 37.2 de la Ley del impuesto de renta de personas físicas. Dicho rendimiento está sujeto a la correspondiente retención, según lo establecido en los artículos 48 y 49 del Reglamento del IRPF (Real Decreto 1841/1991).

b) En el caso de *inversión en una SICAV extranjera* (sociedad de inversión de capital variable) que acuerde un intercambio financiero sobre los flujos a obtener de sus inversiones, se conceptúa como rendimiento de capital mobiliario el total resultado obtenido por el partícipe. Si se generan dichos resultados en más de un ejercicio los rendimientos se considerarán irregulares, siendo de aplicación lo dispuesto en el artículo 65 de la Ley 18/1991 de IRPF.

Los argumentos que justifican esta interpretación para la DGT se apoyan en los siguientes aspectos:

Los fondos garantizados de forma externa se incardinan en el ámbito de negocios jurídicos complejos (compuestos por un negocio principal que podría existir por sí mismo y uno o varios negocios accesorios que dependen o necesitan de la existencia de aquél, colaborando ambos a idéntico fin). En este caso, se trata de obtener mediante determinados negocios unos resultados fijados, al menos, en cuanto a su importe mínimo, no existiendo riesgo de pérdida de la inversión. En este sentido, el negocio se co-

rresponde con una inversión a plazo a interés fijo o variable con una cuantía de rendimiento mínimo.

La aplicación a los partícipes de instituciones de inversión colectiva de un régimen fiscal específico encuentra su premisa en la gestión profesionalizada de tales instituciones y el de un establecimiento del rendimiento del inversor en función de los resultados colectivos. Esto marca, a juicio de las autoridades fiscales, la diferencia entre ambos tipos de fondos garantizados, ya que en el caso de garantía complementaria externa algunos rendimientos se derivan exclusivamente de la gestión del propio fondo.

De acuerdo con el artículo 34 de la Ley 46/1984 de instituciones de inversión colectiva, las sociedades de inversión mobiliaria cuyo capital social esté representado por valores no admitidos a negociación en bolsas de valores tributarán de acuerdo al régimen general. Además, según dispone el artículo 32 de la Ley 24/1988 del mercado de valores, la admisión de valores a negociación en bolsa de valores requerirá la verificación previa de la CNMV. La DGT entiende que las SICAV objeto de controversia no cotizan en mercados oficiales españoles y constituyen una inversión diferente de cualquier institución de inversión colectiva, no produciéndose la gestión profesionalizada de las inversiones de los partícipes ni el riesgo para éstos.

La opinión de DGT ha sido «contestada» por un conjunto de expertos fiscales, personalmente compartida, quienes consideran, en relación con el tratamiento fiscal de las garantías externas, que el ejercicio de la garantía generará resultados con la naturaleza de incrementos de patrimonio, pudiéndose discutir si serían de tipo regular o irregular, existiendo argumentos a favor y en contra de ambas posiciones. En opinión de éstos, basar la naturaleza de rendimientos del capital mobiliario en el hecho de tratarse de una contraprestación que proviene directa o indirectamente de una inversión de capitales es incorrecta y pone en peligro de quiebra el concepto de incremento de patrimonio en operaciones tales como la transmisión de acciones o la venta de obligaciones con cupón explícito, operaciones en las que nunca ha existido duda sobre su consideración como alteraciones patrimoniales.

Por otra parte, en relación a los fondos constituidos en algún país comunitario, algunos agentes del mercado opinan que el único requisito para que un fondo calificado en origen como institución de inversión colectiva en un estado miembro de la Unión goce del régimen fiscal de las instituciones de inversión colectiva españolas es su inscripción en el Registro especial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (5).

Existe la sensación de que la controversia sobre el tratamiento fiscal de ambos tipos de fondos garantizados todavía no ha concluido.

Además, la diversidad del tratamiento de los fon-

dos de inversión garantizados de acuerdo con el esquema actual genera diferencias de rentabilidad sustanciales en instrumentos que financieramente resultan casi equivalentes, lo que desde el punto de vista de la teoría de la hacienda pública debe ser valorado de forma negativa.

Cabe plantearse si el tratamiento que las autoridades fiscales asignarían en caso de ejercicio de la garantía de un fondo si se instrumenta como un contrato de opciones *put* OTC (u opción de venta), que el garante vende al partícipe por una pequeña cantidad, sería de incremento de patrimonio, cuando se instrumentan los negocios de venta de participaciones de un fondo y de venta de posiciones *put* en contratos independientes.

VII. CONSTRUCCIÓN DE UN FONDO GARANTIZADO

Consideremos, en primer término, el caso de un fondo de garantía externa. El diseño y construcción de un vehículo de inversión garantizado a través de una carta de garantía externa parte de la premisa de que esa garantía no debería necesitar ser ejercida por los partícipes. Como la entidad garante en realidad está regalando una opción *put* a los partícipes del fondo, con objeto de reducir la probabilidad de que termine por ser ejercida, establecerá el *strike* o precio de ejercicio suficientemente fuera de dinero (OTM).

Resulta, por lo tanto, fundamental estimar adecuadamente la rentabilidad que la cartera del fondo generará durante el período de inversión garantizado. Las fases implicadas son las siguientes:

1. Decisión sobre el horizonte temporal.

Los tres parámetros importantes en relación a la decisión sobre la vida del vehículo se refieren a:

a) El nivel y el grado de positivación de la estructura temporal de tipos de interés, o, dicho en otras palabras, el tipo de rentabilidad de la deuda pública para cada plazo. Esto determinará la rentabilidad inicial interna de cartera seleccionada (RC) para cada plazo seleccionable y condicionará decisivamente la rentabilidad que puede garantizarse. Este dato tendrá una importante repercusión en los anuncios publicitarios, y consiguientemente en el éxito comercial del producto;

b) El perfil típico de demanda de vida media en instrumentos de valores de los clientes de la entidad bancaria que diseña el vehículo.

c) Los rasgos de la oferta competitiva de instrumentos garantizados.

2. Decisión sobre las comisiones de gestión (CG) y depositaria (CD).

3. Elección del sistema de gestión y selección de la cartera inicial.

Básicamente, los gestores pueden elegir entre dos sistemas diferentes de gestión de la cartera:

— Gestión dinámica, en la que los gestores modifican la cartera para ajustar sus parámetros básicos según las teorías clásicas de inmunización.

— Gestión estática, en la que los gestores incluyen en la cartera bonos cupón cero y *warrants* tipo *floor* (opciones a largo plazo con suelo).

La selección de la cartera inicial dependerá del sistema de gestión elegido y de una serie de factores financieros y no financieros, entre los que cabe destacar los siguientes:

a) Riesgo de inmunización (en el caso de sistema de gestión dinámica). Puede definirse el riesgo de inmunización como la probabilidad de no conseguir la rentabilidad inicial interna de la cartera en la fecha de vencimiento de la garantía. En una cartera que sólo tenga un flujo coincidente con el vencimiento del horizonte temporal de inversión —una cartera cupón cero— el riesgo de inmunización será nulo; cuanto mayor sea el grado de dispersión de los cupones en torno a esta fecha (lo que dependerá de su tamaño y número), más elevado resultará el riesgo de inmunización.

El riesgo de inmunización permite estimar el límite inferior de la «ventana de la duración» de una cartera, es decir, la rentabilidad mínima que un sistema de gestión dinámica de la duración de la cartera permitirá conseguir. Esta rentabilidad mínima dependerá del riesgo de inmunización y de la volatilidad de la estructura temporal de tipos de interés. Por ello, la minimización del riesgo de inmunización debe ser tomada como punto de partida para la selección de una cartera que tenga una duración igual al horizonte temporal de inversión.

El inicio de un mercado de *strips* de deuda pública en el mercado español (proyecto en la actualidad demorado por las dificultades de la definición del tratamiento fiscal de los cupones separados del principal) supondría una facilidad en la construcción de fondos garantizados. Este instrumento permitiría generar bonos cupón cero en pesetas, hoy no disponibles.

b) Restricciones legales respecto al grado de concentración (tanto para el caso de gestión estática como dinámica). En la selección de la cartera del fondo influye también el conjunto de restricciones legales recogidas en la Ley y el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva orientadas a que las carteras de los fondos mantengan un nivel adecuado de diversificación. Básicamente las siguientes:

— En el caso de la deuda pública, es decir, valores emitidos o avalados por un estado miembro de la UE, una comunidad autónoma o un organismo internacional del que España sea miembro, la exigencia de mantener al menos seis referencias diferentes si la suma de las inversiones en valores emitidos o avalados por una misma institución supera el

35 por 100 del activo del fondo. Cada una de estas seis referencias no podrá superar el 30 por 100 del patrimonio.

— En el caso de títulos privados, la limitación al 10 por 100 de la participación de un valor en el activo de un fondo.

— Además, los valores emitidos por la entidad depositaria del fondo no podrán superar el 1 por 100 de los activos de la institución.

c) Restricciones legales respecto a la naturaleza de los valores que pueden incluirse en el fondo. La posibilidad de utilizar *warrants*, que permitirían incluir opciones de tipo *floor* o *swaption* (opciones a entrar en una permuta financiera) para asegurar la reinversión se ve restringida en cierta medida por la limitación del porcentaje de inversión de libre disposición al 17 por 100 en el caso de los FIM y al 7 por 100 en el caso de los FIAMM. Cabe plantearse si en el caso de que los *warrants* cotizaran en un mercado organizado, llegarían a ser calificados como instrumentos de elevada liquidez por las autoridades supervisoras del mercado de valores, en cuyo caso no computarían a efectos de la inversión de libre disposición.

4. Estimación del efecto de costes de transacción (CT), en términos de rentabilidad de cartera derivados de la política de ajustes de cartera exigidos en el caso de gestión activa.

5. Estimación del coste fiscal (CF) derivado de la existencia de retenciones del 25 por 100 en los cupones cobrados por los fondos, cuando el impuesto de sociedades a que están sujetos se sitúa en el 1 por 100. La diferencia entre la cuota a pagar y el importe retenido que se recupera con un desfase en el tiempo (superior a 25 meses si el cupón se cobra en enero) tiene un coste en términos de rentabilidad (coste amplificado por la figura del lucro cesante).

Por este motivo, los gestores de fondos de inversión gestionan la cartera evitando el cobro de cupones, vendiendo aquellos bonos que se aproximan al cobro de cupón y sustituyéndolos por otros. Sin embargo, los bonos que se encuentran a un mes del cobro de cupón se encuentran ya bastante penalizados en precio y dos meses antes como media se aprecia ya cierta penalización. Y en todo caso entrar y salir del mercado, sustituyendo referencias, incorpora costes de transacción. En consecuencia, a pesar de la gestión de los cupones, el efecto fiscal no desaparece (6).

6. Coste de la cobertura de la garantía (CCG) a pagar a la entidad garante (en su caso). Este coste no influye directamente en la rentabilidad que puede garantizarse en el fondo, pero, si la gestora debe retribuir a un garante externo, afecta a las comisiones netas de gestión recibidas por la sociedad gestora.

7. Colchón de seguridad (CS) o diferencia de rentabilidad entre la mínima estimada para la car-

tera del fondo y la garantizada (o precio de ejercicio de la cobertura). Este colchón consistirá en algunos puntos básicos de rentabilidad que reducen la probabilidad de ejercicio de la garantía.

8. Decisión sobre las comisiones de suscripción y reembolso fuera del período de lanzamiento y determinación de horizonte del período de suscripción inicial.

El cuadro núm. 1 muestra un resumen de un posible sistema de cálculo de la rentabilidad garantizada en un FIM de renta fija.

CUADRO NÚM. 1
CÁLCULO DE RENTABILIDAD GARANTIZABLE

Rentabilidad interna cartera	+ RC
Comisión de gestión	- CG
Comisión de depositaría	- CD
Riesgo de inmunización	- RI
Costes de transacción	- CT
Coste fiscal	- CF
Colchón de seguridad	- CS
Coste cobertura garantía	-
Rentabilidad garantizada	Total

El esquema 1 muestra el funcionamiento de un FIM con garantía externa.

Una posible alternativa a los fondos garantizados son las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo (SIM). Aunque las restricciones de inversión en el caso de instituciones de inversión colectiva sujetas a la legislación española se enfrentan a las mismas limitaciones de los fondos abiertos, las SIM presentan algunas ventajas:

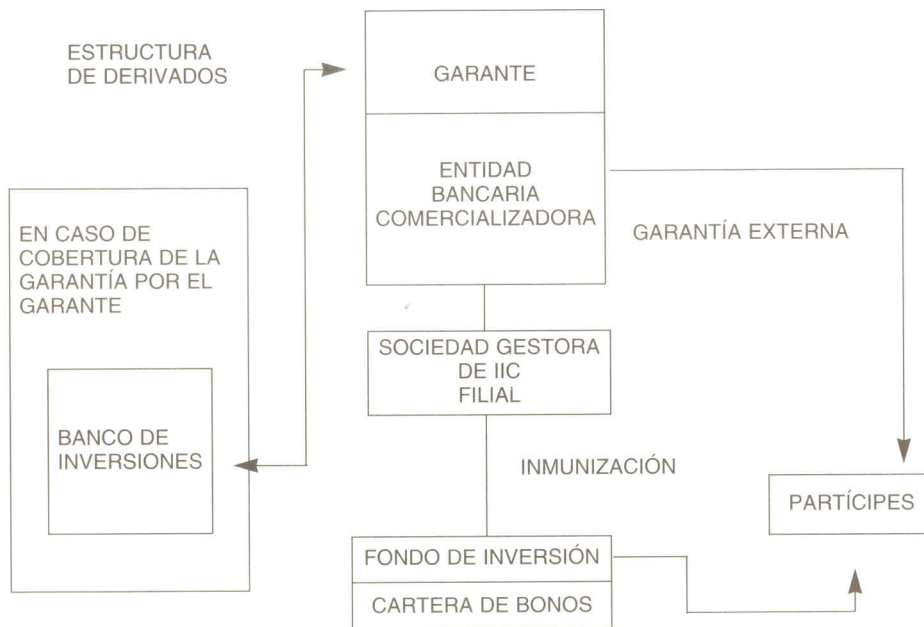
— No es preciso establecer comisiones de suscripción (fuera del período de lanzamiento) ni de reembolso para evitar los flujos de adquisiciones y ventas que dificultan la cobertura. En este caso, la inversión se materializa en acciones y puesto que el capital no aumenta, la adquisición de acciones por parte de un nuevo ahorrador implica sencillamente la venta por parte de un accionista.

— La política de inversiones a realizar, a partir del período en el que concluye la garantía, corresponde al consejo de administración nombrado por los accionistas, y la sociedad gestora (si los órganos de gobierno de la SIM han contratado a una SIIC para la gestión de la sociedad) no necesita comprometerse a una política indefinida, más allá de lo contenido en reglamento y folleto de la SIM.

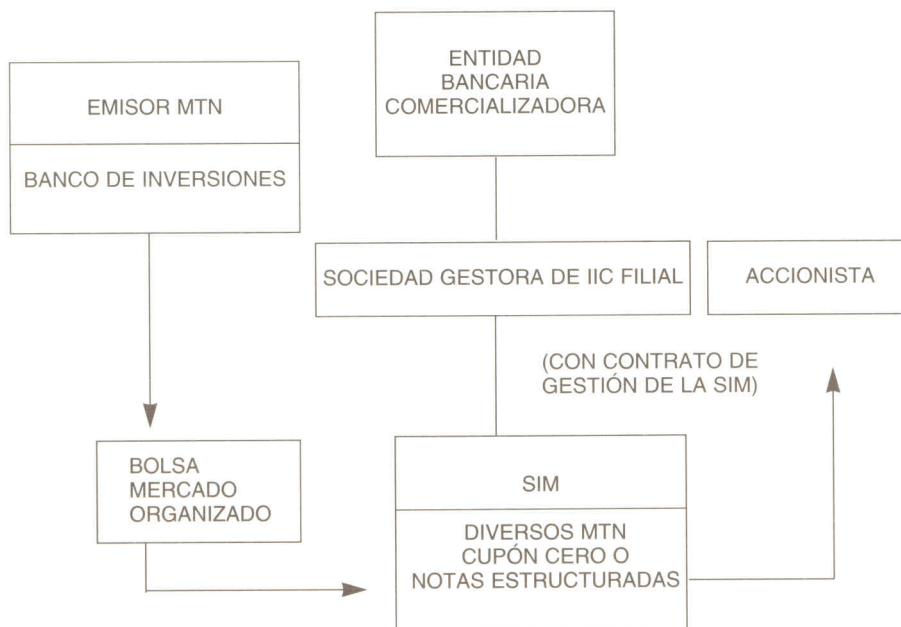
El esquema 2 muestra el funcionamiento de una SIM con garantía interna en el caso de adquirir un conjunto de *medium term notes* (MTN) o bonos estructurados cupón cero.

Para que estos instrumentos fueran susceptibles de ser comprados por fondos de inversión deberían

ESQUEMA 1
FIM SUJETO A LEGISLACIÓN ESPAÑOLA CON GARANTÍA EXTERNA



ESQUEMA 2
SOCIEDAD DE INVERSIÓN DE CAPITAL FIJO (SIM) CONFORME
A LA LEGISLACIÓN ESPAÑOLA CON GARANTÍA INTERNA



**CUADRO NÚM. 2
ESQUEMA DE COBERTURA DE GARANTÍA POR PARTE DE UN VEHÍCULO GARANTIZADO (*)**

TIPO DE COBERTURA	POSIBILIDAD DE UTILIZACIÓN	DESCRIPCIÓN	VENTAJAS	INCONVENIENTES
— Utilización de <i>swap</i> cupón cero.	SICAV o PLC domiciliado en CEE.	<ul style="list-style-type: none"> El fondo entra en un <i>swap</i> cupón cero cuyo tipo fijo es la rentabilidad garantizada R, pagando al final del periodo el total de los cupones y los intereses de su reinversión al mismo tipo garantizado. El fondo paga periódicamente al banco de inversión contrapartida los cupones cobrados en la cartera del fondo. 	<ul style="list-style-type: none"> Se asegura la rentabilidad. Es sencillo y no exige ajustes de cartera ni gestión de ningún tipo, excepto la selección inicial de la cartera. Utiliza instrumentos bastante líquidos. 	<ul style="list-style-type: none"> El riesgo de crédito es superior por la asimetría de los flujos (el fondo paga a la contrapartida todos los cupones y sólo al final recibe un flujo). No permite una buena solución a la retención fiscal en los cupones si se construye en Luxemburgo. El participe nunca obtendrá una rentabilidad superior a la garantizada.
— Compra de <i>floor</i> (suelo) y — Venta de <i>cap</i> (techo).	SICAV o PLC domiciliado en CEE.	<ul style="list-style-type: none"> Garantiza una banda de rentabilidades en torno a una media R. El fondo compra un <i>floor</i> de <i>strike</i> inferior a R que permite asegurar la reinversión de los cupones. Para minorar el coste del <i>floor</i>, vende un <i>cap</i> de <i>strike</i> superior a R. 	<ul style="list-style-type: none"> Es un método sencillo con instrumentos líquidos. Permite obtener rentabilidad algo superior a la garantizada. 	<ul style="list-style-type: none"> La prima del <i>floor</i> será cara aunque se minorará el coste vendiendo el <i>cap</i>.
— Compra de un conjunto de opciones <i>call</i> (de compra).	SICAV o PLC domiciliado en CEE o fondos españoles si las opciones cotizaran en un mercado organizado.	<ul style="list-style-type: none"> Se compran <i>n</i> opciones de compra de bonos (una por cada cupón que vencerá en un futuro) con <i>strikes</i> iguales a la rentabilidad inicial de cada bono. Los <i>call</i> permiten reinvertir los cupones a la misma rentabilidad. 	<ul style="list-style-type: none"> Las opciones pueden llegar a «registrarse» en un mercado organizado, dependiendo de su naturaleza y mercado. 	<ul style="list-style-type: none"> Falta de liquidez de opciones a medio y largo plazo. Es un instrumento caro al ser a medida.
— Compra de un conjunto de <i>swaptions</i> y compra a <i>floor</i> y venta de <i>cap</i> .	SICAV o PLC domiciliado en CEE.	<ul style="list-style-type: none"> Se compran <i>n</i> <i>swaptions</i> (uno por cada cupón que vencerá en un futuro) con <i>strikes</i> iguales a la rentabilidad inicial de cada bono. Los <i>swaptions</i> dan derecho a recibir el tipo garantizado mediante un <i>swap</i>, lo que equivale a reinvertir el cupón en el mismo bono y a la rentabilidad garantizada. 	<ul style="list-style-type: none"> Es un mercado más líquido que el de opciones y la cobertura es más barata. 	<ul style="list-style-type: none"> Existe riesgo de base entre la deuda y el <i>swap</i>.
— Compra de <i>warrant</i> listado o no en mercado organizado.	SICAV o PLC (1).	<ul style="list-style-type: none"> El <i>warrant</i> puede equivaler a la compra de un conjunto de opciones <i>call</i>, de <i>swaptions</i>, o un <i>collar</i> empaquetado en un solo instrumento que puede inscribirse para su cotización en determinados mercados o bolsas de valores. 	<ul style="list-style-type: none"> Podría llegar a ser utilizable por fondos a los que se les exige que sus activos coticen en un mercado organizado. 	<ul style="list-style-type: none"> Los inconvenientes financieros son los mismos que la estructura de derivados siempre que sea OTC. Supone más concentración de riesgo de crédito.
— Compra de MTN listado o no en mercado organizado.	SICAV o PLC (1).	<ul style="list-style-type: none"> Compra de MTN cupón cero emitido por emisores no residentes en pesetas. 	<ul style="list-style-type: none"> Gran sencillez. La cartera MTN no necesita gestión. 	<ul style="list-style-type: none"> Dificultad de diversificación de riesgo de crédito. Dificultad de modificar marginalmente el patrimonio del fondo con los mismos instrumentos. Normalmente se emite en divisas y el sistema de cobertura de riesgo de cambio mediante OTC no es posible en fondos sujetos a la legislación española.

(*) En algunos casos esta estructura puede ser utilizada por la entidad garante.

(R) Nivel de rentabilidad garantizada. Se considera que coincide con la rentabilidad interna de la cartera de bonos inicial

(1) Si estuviera listado en un mercado organizado calificado de elevada liquidez podría ser adquirido por fondos sujetos a legislación española.

ser admitidos a cotización en algún mercado organizado reconocido oficialmente y emitidos de forma que el riesgo de cambio se materializase en pesetas. Este esquema tiene dos dificultades:

— Sería necesario que este instrumento se admitiera a cotización en un mercado organizado reconocido oficialmente.

— Normalmente, los MTN se emiten en divisas, y las instituciones de inversión colectiva sujetas a legislación española no pueden cubrir el riesgo de cambio mediante operaciones *forward* (o a futuro), puesto que son instrumentos OTC.

Por lo que respecta a los fondos con garantía interna, los sistemas de cobertura son diversos. En el cuadro núm. 2 se muestra un resumen comentado de los principales métodos.

En el esquema 3 se muestra el funcionamiento de una SICAV cuya garantía se basa en concreto en un *swap* cupón cero.

VIII. CONCLUSIONES

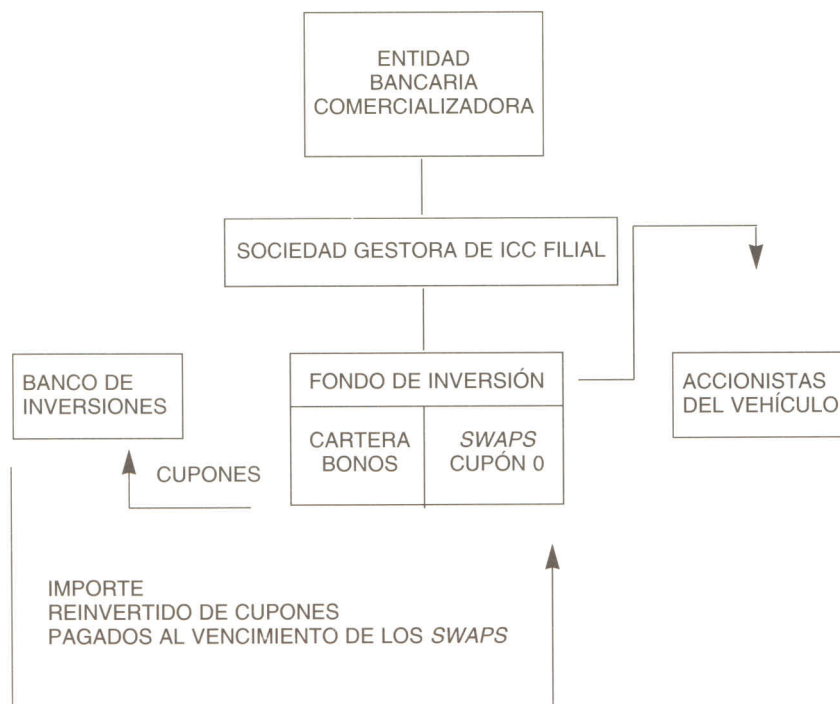
En verano de 1995 se inició en nuestro mercado la comercialización, más o menos generalizada, de

fondos de inversión garantizados. El lanzamiento de estos fondos de inversión, bajo vehículos domiciliados en Luxemburgo o Irlanda, ha sido objeto de controversia por la no aplicación del tratamiento fiscal de instituciones de inversión colectiva. Los fondos garantizados sujetos a legislación española y con garantía externa gozan del beneplácito de las autoridades supervisoras del mercado de valores y del régimen común aplicables a los incrementos de patrimonio, aunque los resultados puestos de manifiesto, como consecuencia del ejercicio de las garantías externas, han sido calificados como renta regular.

Los fondos de inversión garantizados han despertado el interés de aquellos ahorradores dispuestos a aceptar una menor rentabilidad a cambio de tener la garantía de una rentabilidad dada, disfrutando de las atractivas ventajas fiscales de las instituciones de inversión colectiva. Estos instrumentos han servido para resucitar la demanda de la industria de inversión colectiva que se había mostrado muy atónica durante 1995 en nuestro país.

Así, hasta el mes de noviembre de 1995, mes en que se planteó el problema del tratamiento fiscal de los vehículos domiciliados fuera de España, se habían creado siete instrumentos de inversión colec-

ESQUEMA 3
SICAV O PLC CONSTITUIDO EN LA UE (EXCEPTO ESPAÑA) CON GARANTÍA INTERNA BASADA EN SWAP CUPÓN CERO



tiva con garantía interna, que habían captado cerca de 141.000 millones de pesetas. Respecto a los fondos de garantía externa constituidos en España, a finales de febrero de 1996, su número ascendía a 42, con un patrimonio agregado de unos 350.000 millones de pesetas aproximadamente. La participación de los fondos en el avance total de la industria de la inversión colectiva en nuestro país, entre agosto de 1995 y febrero de 1996, representa en torno a un 15 por 100. La cuota actual de los fondos de inversión garantizados en la industria española de la inversión colectiva asciende ya a aproximadamente un 2,6 por 100.

Más allá de la controversia sobre tratamiento fiscal, la moda de los fondos de inversión garantizados está originando una cierta reflexión sobre la oportunidad o no de utilización de instrumentos OTC por parte de las instituciones españolas de inversión colectiva.

Para algunos agentes, la posibilidad de utilizar instrumentos derivados *over the counter* cuando el objetivo de éstos es inequívocamente la realización de la cobertura en el caso de instrumentos garantizados, representa, de hecho, la posibilidad de que nuestra «industria» nacional de inversión colectiva compita en igualdad de condiciones dentro de la industria financiera europea. Además, con ello se está defendiendo al ahorrador español, ya que se consiguen instrumentos más transparentes y con mejores rentabilidades. Finalmente, esta facilidad operativa permitiría el desarrollo de fondos con estructuras a largo plazo (más de diez años) o referenciados a índices bursátiles. Ello fomentaría el ahorro y tendría repercusiones positivas sobre el desarrollo del mercado de capitales nacional.

Frente a esta postura, las autoridades y algunos agentes del mercado consideran que la legislación española en materia de utilización de instrumentos derivados por parte de las instituciones de inversión colectiva no es más restrictiva que la media comunitaria, aunque lo es sin duda en comparación con plazas como Luxemburgo y Dublín. Además, con la figura de los fondos garantizados con garantía externa se ha encontrado una vía que contribuye a que no se «deslocalice» el mercado de vehículos garantizados, y al mismo tiempo permite un control suficientemente riguroso de los vehículos comercializados. Este escenario debería ser valorado de forma positiva a corto plazo, puesto que permite el desarrollo de la industria sin comprometer a medio plazo su evolución —ya que se evitan potenciales

problemas asociados a la utilización de instrumentos OTC— permitiendo, por otra parte, una consolidación de las estructuras diseñadas, y tiempo para que ganen experiencia tanto los ahorradores como los oferentes, respectivamente, en el consumo y construcción y gestión de estos vehículos. Sea como fuere, los fondos garantizados parecen encontrarse en sus inicios, y no parece que su éxito vaya a ser una moda pasajera.

NOTAS

(*) El contenido del artículo refleja exclusivamente las opiniones del autor. Las ideas expresadas no representan necesariamente a la institución para la que el autor trabaja.

(1) No se profundiza, en este artículo, en la controversia de los planes de pensiones garantizados.

(2) Las estructuras de garantía de rentabilidades suelen ponerse de moda en escenarios de tipos de interés elevados. Véase PUTNAM (1995).

(3) En C. CONTRERAS y J. FERNÁNDEZ (1995) se ofrece la evolución de un índice construido con información de los valores liquidativos de 14 fondos de renta fija con mayor patrimonio durante el período diciembre 1991 y junio de 1994.

(4) Curiosamente, esta rentabilidad puede ser superior en el caso de fondos de garantía externa (que no tengan establecidas comisiones de suscripción) si se ha producido una subida de tipos de interés después del lanzamiento del fondo, se reevalúa correctamente el fondo y no existe comisión de suscripción.

(5) Se esgrime en este sentido el propio contenido de la respuesta elaborada por la DGT con fecha 22 de noviembre de 1994 a una consulta no vinculante formulada el 11 de julio de 1995.

(6) Véase CONTRERAS y DIEZ (1992) y Delta Investigación Financiera (1995).

REFERENCIAS

- CONTRERAS, C., y DIEZ (1992), «Distorsiones Fiscales en el Mercado Español de Deuda Pública», *Hacienda Pública Española*, núm. 23.
- CONTRERAS, C., y FERNÁNDEZ, J. M. (1995), «Análisis del efecto de "cierre fiscal": el caso de la inversión colectiva en España», *Documento de Trabajo*, Fundación BBV.
- DELTA INVESTIGACIÓN FINANCIERA (1995), «Un estudio sobre la estructura temporal de tipos cupón cero», *Documentos de Investigación Delta*, 1.
- PUTNAM, B. H. (1995), *Applying quantitative discipline to asset allocation*, capítulo 6 («Capital preservation is riskier than it sounds»), Ed. Bankers Trust Company, Euromoney Publications PLC, págs. 35-39.